



ANALISIS PERBEDAAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR SEBELUM DAN SELAMA MASA PANDEMI COVID-19

Citra Aditya Talundima^{1*}, Lusianus Heronimus Sinyo Kelen²

^{1,2} Manajemen, Universitas Kristen Wira Wacana Sumba, Indonesia

Article's Information

DOI: 10.37253/jgbmr.v4i1.6690

e-ISSN:

2685-3426

EDITORIAL HISTORY:

SUBMISSION: 06 Mei 2022

ACCEPTED: 25 Juli 2022

CORRESPONDENCE*:

sinyokelen@unkriswina.ac.id

AUTHOR'S ADDRESS: Jln. R.

Soeprapto, No 35, Waingapu,

Sumba Timur, Nusa Tenggara Timur

ABSTRACT

The study aims to look at differences in the company's capital structure before and during the COVID-19 pandemic. Specifically, this research focuses on the company's own capital and assets. The theory used in this study, namely dynamic trade-offs using two types of measurements, namely DER (Debt to Equity Ratio) and DAR (Debt to Asset Ratio). Using two years of data (from January 2019 to December 2020) from 182 companies, using two data analysis techniques, the wilcoxon signed rank test was done because the results of data normality testing showed the data was not normally distributed. The results showed that there was no significant difference in capital structure (DER or DAR) before and during the COVID-19 pandemic. So, the dynamic Trade-OFF theory is not proven in this study.

Keywords: 1st Capital Structure, 2nd Leverage, 3rd Dynamic Trade-off, 4th Debt to Equity Ratio, 5th Debt to Asset Ratio.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk melihat perbedaan yang terdapat pada struktur modal perusahaan sebelum dan selama masa pandemi COVID-19. Secara spesifik penelitian ini berfokus pada modal sendiri dan aset perusahaan. Teori yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu Trade-Off dinamis dengan menggunakan dua macam pengukuran yaitu DER (*Debt To Equity Ratio*) dan DAR (*Debt To Asset Ratio*). Dengan menggunakan data dua tahun (mulai dari Januari tahun 2019 sampai Desember tahun 2020) dari 182 perusahaan, dengan menggunakan dua teknik analisis data, uji *wilcoxon signed rank*, hal ini dilakukan karena hasil pengujian normalitas data menunjukkan data tidak terdistribusi secara normal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak adanya perbedaan yang signifikan pada struktur modal (DER maupun DAR) sebelum dan selama terjadinya pandemi COVID-19. Sehingga teori Trade-OFF dinamis tidak terbukti pada penelitian ini.

Kata Kunci: Struktur Modal, Utang, Trade-off dinamis, Rasio utang Terhadap Ekuitas, Rasio utang Terhadap Aset

PENDAHULUAN

Salah satu masalah penting bagi setiap perusahaan adalah struktur modal, karena kualitas struktur modal perusahaan dapat menimbulkan risiko tepat pada status keuangannya. Perusahaan dengan struktur modal yang buruk dan utang yang berat akan membebani perusahaan. Perusahaan mungkin bisa mendapatkan dana yang dibutuhkan dengan biaya terendah, dan kinerja dana perusahaan dapat berasal dari sumber dari dalam ataupun dari luar (Copeland et al., 2013). Dalam mengembangkan usahanya, struktur modal yang baik dan terkendali sangat dibutuhkan oleh perusahaan. Kualitas sebuah perusahaan ditentukan oleh struktur modal yang optimal. Modal sendiri dan modal asing erat kaitannya dengan modal suatu perusahaan. Secara teori, untuk mengoptimalkan keseimbangan risiko perusahaan, maka perusahaan akan menggunakan struktur modal. Ketika perusahaan melunasi utang periodiknya, dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Perusahaan menggunakan struktur modal untuk mendanai kegiatan usaha perusahaan, pengembangan usaha, atau investasi pada perusahaan lain. Semua hal yang terdapat pada sisi neraca perusahaan ialah struktur modal. Sebagian orang percaya bahwa bagian dari struktur modal perusahaan itu sendiri ialah utang jangka pendek, sedangkan utang jangka pendek itu sendiri bukan bagian dari struktur modal. Mengapa struktur modal itu penting? karena berpengaruh terhadap kondisi keuangan perusahaan, hal inilah yang membuat struktur modal dikatakan penting. Harga saham perusahaan bahkan kelangsungan hidup perusahaan dapat diprediksi, dan risiko operasi juga dapat dilihat, hal inilah dalam perusahaan yang dapat dipengaruhi oleh struktur modal. Untuk memahami hal tersebut kita dapat melihat dari tiga sisi. a) Leverage atau utang. Untuk perusahaan dengan leverage keuangan yang lebih tinggi, pemegang

saham bisa mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi, tetapi terkait dengan pembayaran bunga yang akan meningkatkan risiko. b) Cost of capital atau biaya modal. Struktur modal mempengaruhi biaya modal, karena perbedaan biaya dimiliki oleh masing-masing sumber pembiayaan. c) Struktur modal optimal adalah mengurangi biaya modal dan meningkatkan nilai perusahaan. Ketiga hal tersebut merupakan konsep yang mendasari beberapa teori struktur modal. Bagaimana dampak penggunaan utang terhadap nilai perusahaan adalah segala macam pandangan atau teori struktur modal.

Untuk menggabungkan sumber dana tetap perusahaan untuk beroperasi, sehingga meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri merupakan tujuan dari manajemen struktur modal. Tugas yang sangat sulit dihadapi oleh perusahaan adalah menemukan struktur modal yang terbaik, karena biaya agensi dapat disebabkan oleh konflik. Telah terjadi konflik yang panjang antara pemegang saham dan pemegang obligasi dalam menentukan struktur modal perusahaan yang optimum. Maka dari itu, perlu memasukkan beberapa batasan untuk melindungi perusahaan dalam mengurangi manajemen menanggung risiko yang mungkin akan berlebihan atas nama pemegang saham (Brigham & Houston, 2019). Trade-off antara risiko dengan tingkat pengembalian yang dilibatkan oleh struktur modal, ketika menentukan kebijakan struktur modal. Perlu diperhatikan beberapa faktor, yaitu: a) Perusahaan yang mempunyai tingkat penggunaan utang yang tinggi, dapat meningkatkan risiko pemegang saham yang pada gilirannya meningkatkan risiko kebangkrutan. b) Untuk meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan perusahaan dapat menggunakan lebih banyak utang.

Penurunan harga saham dipengaruhi oleh tingginya risiko yang akan dihadapi perusahaan, harga saham juga akan naik ketika laba yang diharapkan mengalami peningkatan. Salah satu persoalan yang sangat berat bagi setiap perusahaan ialah masalah yang menyangkut dengan struktur modal perusahaan, karena status keuangan suatu perusahaan sangat bergantung pada kualitas struktur modal perusahaan itu sendiri. Selain faktor sumber daya, mesin, dan material yang menjadi faktor pendukung, hal ini sangat berpengaruh terhadap kemana dana yang dibutuhkan untuk membangun dan mendukung kelangsungan hidup perusahaan. Perusahaan pasti membutuhkan modal untuk berkembang. Struktur modal sendiri dapat dinilai dengan rasio total utang terhadap ekuitas, ini biasanya diukur dengan rasio utang terhadap ekuitas (DER) dan rasio total utang terhadap total aset (DAR).

DER (*debt to equity ratio*) merupakan rasio yang dipakai untuk mengukur utang dengan ekuitas. Rasio ini dihitung dengan cara membandingkan seluruh utang, termasuk utang lancar, dengan seluruh ekuitas perusahaan. DER ini merupakan rasio solvabilitas yang digunakan untuk mengukur sejauh mana modal pemilik dapat menutupi utangnya kepada pihak luar. Sedangkan DAR (*debt to asset ratio*) itu sendiri adalah rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Rasio ini juga memperlihatkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh pinjaman baru sebagai tambahan modal dengan jaminan aktiva tetap perusahaan. DAR biasanya digunakan oleh para investor sebagai dasar untuk menanamkan investasinya pada perusahaan, karena dapat menunjukkan seberapa besar hutang yang dimiliki perusahaan. DAR juga merupakan salah satu rasio solvabilitas yang digunakan untuk mengukur sejauh mana modal pemilik dapat menutupi

utangnya kepada pihak luar. Dalam perhitungannya, DER dihitung dengan membagi utang dengan modal sendiri, jika rasio DER di atas satu artinya utang perusahaan lebih besar daripada modal sendiri, sehingga utang lebih banyak dimanfaatkan untuk kegiatan operasional perusahaan bukan modal sendiri (*equity*). Sedangkan DAR dihitung dengan membagi total utang dengan total aset, jika rasio DAR di atas 0,5 artinya aset perusahaan dibiayai oleh utang. Bila hasil debt to assets ratio kurang dari 0,5 kali artinya aset perusahaan dibiayai dari ekuitas atau modal sendiri. Apabila hasil debt to assets ratio adalah 0,6-0,7 kali maka dikatakan normal (Kasmir, 2016).

Saat ini masalah pendanaan merupakan masalah yang sering dihadapi oleh investor, keseimbangan antara modal asing atau utang dan modal milik sendiri adalah struktur modal. Pada penelitian ini utang dapat dinilai dengan beberapa bentuk yang akan digunakan peneliti, yaitu DER (*debt to equity ratio*) dan DAR (*debt to asset ratio*). Alasan memilih indikator DER untuk menghitung rasio leverage karena DER menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva dan berapa besar bagian dari aktiva tersebut yang didanai oleh utang. Selain itu, DER umumnya digunakan dalam laporan keuangan perusahaan *go public* yang dipublikasikan. Sedangkan alasan memilih indikator DAR, karena DAR menggambarkan aktiva sebagai pembanding dari utang perusahaan yang mungkin memiliki risiko yang akan berpengaruh terhadap laba perusahaan. Dan juga DAR dapat mengukur sejauh mana modal pemilik dapat menutupi utangnya kepada pihak luar.

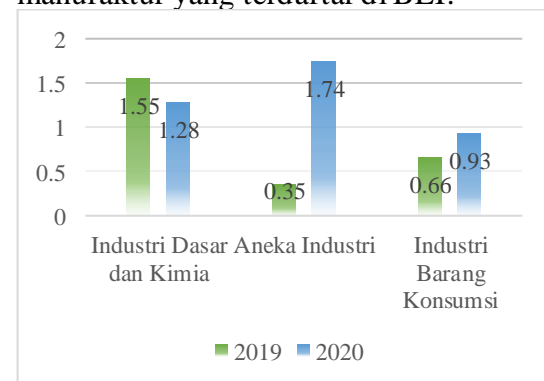
Pada tahun 2020, akibat merebaknya Coronavirus Disease 2019 (selanjutnya disingkat COVID-19), industri manufaktur menjadi salah satu industri yang terkena imbas gejala ekonomi, dan virus tersebut telah menyebar ke hampir seluruh pelosok dunia. Dalam hal

pembatasan pasokan bahan mentah asing dan pengurangan sumber daya manusia terhadap ketidakstabilan mata uang, hal ini telah mengguncang industri manufaktur. Perusahaan harus menggambar diagram struktur modal internal dan eksternal. Fokus pada aspek-aspek struktur aset, *leverage*, dan profitabilitas nilai perusahaan yang akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

COVID-19 adalah penyakit yang disebabkan oleh Severe Acute Respiratory Syndrome Coronavirus 2 (SARS-CoV-2), yang dapat menyebabkan gangguan pernapasan (Mukaromah, 2020). Banyak hal yang terdampak dari penyebaran virus ini (Ole & Kelen, 2022), salah satu dampak yang timbul adalah penurunan pada perekonomian dan industri manufaktur di Indonesia. Ketika COVID-19 datang, sebagian besar perusahaan menghadapi penurunan omset penjualan. Perusahaan tertentu bahkan tidak mendapat pendapatan. Akibat dari virus ini, aktivitas manusia serta organisasi menjadi terbatas. Oleh sebab itu, akan berdampak pada kinerja dari perusahaan yang akan semakin menurun. Misalnya, pembatasan jam kerja karyawan, sehingga berdampak pada output atau produksi, sehingga penjualan menjadi berkurang, sehingga laba yang dihasilkan perusahaan juga berkurang. Hal ini tentunya akan mengganggu pembayaran utang. Berikut dibawah ini gambar data yang menjelaskan data struktur permodalan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2020 sebelum dan selama COVID-19

Berdasarkan hasil perhitungan rata-rata struktur modal yang terlihat pada Gambar 1. menunjukkan bahwa terjadinya penurunan pada rasio utang terhadap modal sendiri Industri Dasar dan Kimia, sedangkan pada Aneka Industri sangat meningkat. Sama dengan Industri Barang Konsumsi juga meningkat. Berdasarkan data diatas menunjukkan bahwa pada

tahun 2019 hingga 2020 DER pada Industri Dasar dan Kimia mengalami penurunan yang dimana berarti risiko yang diterima oleh industri berkurang. Sedangkan pada dua industri lain seperti Aneka Industri mengalami peningkatan yang sangat tinggi hingga dapat berdampak buruk pada industri itu sendiri, lain halnya dengan Industri Barang dan Konsumsi, industri ini mengalami peningkatan akan tetapi tidak meningkat seperti industri lain sehingga tidak terlalu berpengaruh terhadap kinerja industri itu sendiri. Akibat dari adanya COVID-19 ini maka peneliti mengambil penelitian tentang struktur modal pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Peneliti mengangkat data dari tahun 2019 sampai tahun 2020, karena peneliti ingin menguji apakah terdapat perbedaan yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan sebelum dan selama adanya COVID-19. Penelitian ini difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.



Sumber: (Indonesia Stock Exchange, 2020)

Gambar 1. Rasio Utang terhadap Modal Sendiri (Ekuitas) dalam Menggambarkan Kondisi Penggunaan Utang Perusahaan-Perusahaan pada Industri Manufaktur di BEI

Keseimbangan antara penerapan dana pinjaman yang mencakup; utang jangka pendek permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri, meliputi; saham preferen dan saham biasa disebut dengan struktur modal. Untuk struktur modal

mencapai titik tertinggi yang berdampak langsung terhadap nilai perusahaan, manajemen perusahaan harus dapat menemukan kombinasi pembiayaan yang tepat. Perbandingan yang antara total utang dengan total modal sendiri juga merupakan struktur modal. Pertama-tama yang harus dilakukan perusahaan adalah dengan menentukan suatu struktur modal sasaran (*target capital structure*). Sesuai dengan kondisi yang dapat berubah-ubah, tujuan ini pun dapat berubah dari waktu ke waktu. Namun, manajemen harus memiliki struktur permodalan yang spesifik setiap saat.

Pengaruh perubahan yang terjadi pada struktur modal terhadap nilai perusahaan juga di jelaskan melalui teori struktur modal. Jika perusahaan dijual, biaya yang akan dibayar oleh calon pembeli disebut nilai perusahaan. Indikator nilai perusahaan ialah harga saham yang diperdagangkan dibursa, bagi perusahaan yang mengeluarkan saham di pasar modal. Struktur keuangan dan aset tidak dapat disamakan dengan istilah “struktur modal”. Seluruh sisi kiri neraca perusahaan disebut dengan struktur keuangan yang mencakup utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan dana pemegang saham. Sedangkan struktur modal itu sendiri hanya terdiri dari utang jangka panjang dan dana pemegang saham.

Teori struktur modal *modern* yang diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1958. Dalam penemuan ini, MM berasumsi bahwa nilai perusahaan sama sekali tidak dapat mempengaruhi struktur modal. Dengan demikian hasil dari penelitian menunjukkan bahwa tidak peduli seberapa perusahaan membiayai operasinya, oleh sebab itu hasil dari penelitian ini tidak relevan. Berikut beberapa asumsi yang dikembangkan oleh MM: 1) biaya perantara yang ditiadakan, 2) pajak yang ditiadakan, 3) biaya kebangkrutan yang ditiadakan, 4) perusahaan dan investor

dapat meminjam dengan tarif yang sama, 5) investor dan manajemen mendapatkan informasi yang sama terkait dengan peluang investasi masa depan, 6) penggunaan utang tidak dapat mempengaruhi EBIT.

Hasil MM yang tidak relevan ini sangat penting, meskipun beberapa asumsi ini tidak realistis. Dengan membuktikan kondisi yang tidak ada hubungannya dengan struktur modal. Struktur modal relevan diberikan petunjuk oleh MM tentang apa yang harus dilakukan dan, oleh karena itu, mempengaruhi nilai perusahaan. Awal penelitian struktur modal modern yang ditandai oleh pekerjaan MM, dan selanjutnya penelitian telah difokuskan pada relaksasi anggapan MM untuk mengembangkan asumsi yang lebih kuat dan teori realistis (Modigliani & Miller, 1958).

Teori trade-off merupakan pengembangan dari teori MM sebelumnya. MM percaya bahwa jika pertimbangan pajak diperhitungkan ketika memutuskan kebijakan struktur modal, perusahaan yang menggunakan hutang akan membawa keuntungan karena perusahaan harus membayar pajak lebih sedikit. Dengan istilah lain, menggunakan utang adalah penghematan pajak (tax saving atau tax shield). Teori Trade-off oleh Kraus & Litzenber (1973) yang melengkapi gagasan dari MM. Menurut Kraus & Litzenber (1973) struktur modal yang menyeimbangkan (trade-off) keuntungan dan biaya penggunaan utang adalah struktur modal yang terbaik yang dapat ditentukan oleh perusahaan. Di satu sisi, manfaat bagi perusahaan berupa tax saving yang diberikan dari penggunaan utang. Tetapi, disisi lain, meningkatnya bunga ditimbulkan oleh penggunaan utang yang berlebihan. Finansial distress terjadi jika, perusahaan tidak mampu melunasi utang atau membayar bunga. Perusahaan akan mengalami kebangkrutan jika kondisi financial distress ini terjadi

berkepanjangan. Ketika manfaat marginal utang (yaitu, penghematan pajak) sama dengan biaya marginal utang (yaitu, kesulitan keuangan) maka akan tercapai tingkat penggunaan utang yang optimal. Jika biaya modal (*cost of capital*) mencapai nilai minimumnya maka akan disebut sebagai kondisi yang ideal. Dengan kata lain, menurut Kraus & Litzember (1973) struktur modal yang meminimalkan biaya adalah struktur modal yang optimal.

Ada dua jenis trade-off, statis dan dinamis. Menurut Frank & Goyal (2007) merujuk pada statis trade off theory, karakteristik perusahaan seperti risiko bisnis dan struktur aset harus didasarkan pada keputusan struktur modal. Sehingga menurut teori trade-off, perusahaan yang menggunakan sedikit leverage adalah perusahaan dengan aset tak berwujud yang besar, karena perusahaan dengan aset berwujud seringkali menghadapi biaya kebangkrutan yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan yang mempunyai aset tak berwujud, yang dapat digunakan sebagai jaminan. Sedangkan, dynamic trade off theory ditandai oleh fakta bahwa ketika terjadi guncangan pada perusahaan maka perusahaan harus menetapkan target ekuitas utang dan dengan secara perlahan menyesuaikan struktur permodalannya kearah tergetnya. Sedangkan teori pecking order, perusahaan lebih memilih pendanaan dari dalam (menghimpun dana dari operasi perusahaan dalam bentuk laba ditahan) adalah pernyataan yang dikemukakan melalui teori pecking order. Jika diperlukan pembiayaan dari luar perusahaan, maka perusahaan akan terlebih dahulu membuat surat berharga yang paling aman, dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian surat berharga dengan fitur opsi (seperti obligasi konversi), dan terakhir jika masih ada kekurangan akan menerbitkan saham baru. Menggunakan dana modal internal yaitu arus kas, laba ditahan dan dana

penyusutan. Dengan mengacu pada pecking order theory, urutan penggunaan sumber modal adalah modal internal (*internal capital*), utang (*debt*) dan ekuitas (*own capital*) (Myers & Majluf, 1984).

Teori trade-off menganalisis hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan menggunakan utang adalah inti dari teori trade-off struktur modal. Menambah utang masih diperbolehkan, selama keuntungan lebih besar dari pengorbanan. Jika pengorbanan yang disebabkan penggunaan utang lebih besar, tidak ada utang tambahan yang diperbolehkan. Berdasarkan teori ini, untuk memaksimalkan nilai pasar, perusahaan akan berusaha mempertahankan sasaran struktur modal. Nilai perusahaan meningkat melalui penggunaan utang, tetapi hanya sampai batas tertentu. Model trade-off tidak dapat secara akurat menentukan struktur modal yang optimal karena sulit untuk secara akurat menentukan present value cost dan present value agency cost dari financial distress. Teori trade-off disebut teori pertukaran leverage, di mana perusahaan menukar insentif pajak untuk pembiayaan utang untuk masalah yang disebabkan oleh potensi kebangkrutan (Brigham & Houston, 2019). Perusahaan selalu menanggapi perubahan dalam resiko akibat utang, sehingga perusahaan akan menyesuaikan struktur modalnya (Dierker et al., 2019).

Teori trade-off dibagi menjadi dua yaitu trade-off statis dan trade-off dinamis. Trade-off statis merujuk pada static-trade off theory, risiko bisnis dan struktur aset merupakan karakteristik perusahaan yang mendasari keputusan struktur modal (Frank & Goyal, 2007). Lalu menurut teori trade-off, perusahaan seharusnya menggunakan sedikit utang dengan aset tak berwujud yang besar, karena perusahaan dengan aset tak berwujud sering d biaya kebangkrutan yang tinggi jika dibandingkan dengan

perusahaan dengan aset berwujud, yang dapat digunakan sebagai jaminan (collateral). Sedangkan trade-off dinamis, ketika terjadi guncangan pada perusahaan, maka perusahaan akan menetapkan target ekuitas utang dan secara bertahap menyesuaikan struktur modalnya ke arah target. Margin pembiayaan yang diantisipasi perusahaan pada periode berikutnya tergantung pada keputusan pembiayaan.

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan trade-off dinamis sebagai dasar dalam penelitian ini. Model dinamis pertama yang mempertimbangkan antara biaya kebangkrutan atau biaya kebangkrutan (Rubenstein et al., 1984 ; Brennan & Schwartz, 1984). Kedua hasil penelitian, menggunakan bentuk dinamis untuk mengukur menggunakan ketidakpastian, pajak, dan biaya kebangkrutan, tetapi tidak ada biaya transaksi. Semenjak perusahaan menanggapi masalah yang akan merugikan, perusahaan dengan segera menyesuaikan kembali, perusahaan juga mempertahankan nilai tinggi tingkat utang untuk memanfaatkan penghematan pajak. Untuk menghindari masalah penyeimbangan kembali yang sangat cepat, Fischer et al., (1989) memperkenalkan biaya transaksi dalam menganalisis struktur modal dinamis, karena adanya biaya transaksi perusahaan memungkinkan struktur modalnya menyimpang dari waktu ke waktu. Ketika perusahaan memperoleh keuntungan, perusahaan akan melunasi utangnya. Jika perusahaan mengalami kerugian, maka utang dari perusahaan akan terus bertambah.

Model trade-off dinamis juga dapat digunakan untuk mempertimbangkan nilai opsi yang ditambahkan pada keputusan utang yang tertunda pada periode berikutnya. Goldstein (2001) melihat bahwa perusahaan yang memiliki utang yang rendah saat ini mempunyai pilihan berikutnya untuk meningkatkan utangnya.

Dalam penelitiannya Goldstein (2001) berhipotesis bahwa perusahaan yang memilih untuk peningkatan utang di masa mendatang akan membantu mengurangi tingkat utang optimal saat ini. Rasio utang sebagian besar perusahaan akan menyimpang dari waktu yang paling optimal, jika perusahaan mau membiayai secara optimal biaya transaksinya. Dalam model ini, utang perusahaan kurang responsif terhadap guncangan saham jangka pendek, tetapi lebih responsif terhadap perubahan nilai jangka panjang.

Seperti halnya dengan terjadinya COVID-19, maka akan semakin berisiko yang akan diterima perusahaan. Misalnya, perusahaan yang akan mengubah struktur modalnya dan menyesuaikan dengan kondisi yang ada selama COVID-19. Dalam hal ini, risikonya rata-rata tinggi bagi perusahaan yang memasuki masa COVID-19, maka perusahaan akan mengurangi utang untuk menghindari kebangkrutan perusahaan yang sewaktu waktu dapat terjadi. Sebuah perusahaan yang tidak dapat membayar utangnya bisa mengalami kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan akan meminimalisir penggunaan utang selama masa COVID-19 dibandingkan sebelum wabah COVID-19. Akibatnya, struktur modal pra-COVID-19 itu lebih tinggi daripada struktur modal pasca-COVID-19, karena perusahaan meminimalkan kemungkinan risiko keuangan. Hasil penelitian Moradi & Paulet (2019) juga membuktikan bahwa perbedaan struktur modal sebelum dan saat krisis eropa menunjukkan hasil yang signifikan. Sehingga penelitian ini akan mengkaji perbedaan struktur modal sebelum dan selama COVID-19. Berdasarkan penjelasan yang telah dikembangkan di atas, serta data-data yang telah dijelaskan oleh peneliti. Hasil yang didapatkan yaitu menunjukkan perusahaan menyesuaikan struktur modalnya dengan COVID-19, khususnya perusahaan manufaktur. Sehingga dapat

ditarik kesimpulan sementara atau hipotesis yaitu sebagai berikut, Hipotesis: Struktur modal (utang dibanding ekuitas) lebih tinggi sebelum COVID-19 dibandingkan struktur modal (utang dibanding ekuitas) setelah COVID-19.

METODE PENELITIAN

Kumpulan dari segala objek yang ingin diteliti disebut sebagai populasi. Objek penelitian ini ialah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diambil dari tahun 2019 dan 2020 yakni sebanyak 182 perusahaan manufaktur yang terbagi dalam 3 sektor yaitu: Industri Dasar dan Kimia, Aneka Industri, dan Industri Barang Konsumsi (Indonesia Stock Exchange, 2020) Teknik *purposive sampling* adalah teknik penarikan sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini. Kriteria sampel perlu ditetapkan agar tidak terjadi kesalahan spesifikasi saat menentukan sampel penelitian sehingga mempengaruhi hasil analisis. Standar sampel untuk penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2019 hingga 2020. 2) Laporan keuangan lengkap yang dikeluarkan oleh perusahaan manufaktur periode 2019 hingga 2020. Berdasarkan kriteria tersebut, maka sampel yang akan digunakan sebanyak 182 perusahaan dalam penelitian ini.

Data sekunder adalah data yang akan dibutuhkan dalam melakukan penelitian ini. Data sekunder biasanya disimpan dalam arsip yang diarsipkan dan tidak dipublikasikan dalam bentuk bukti, catatan, atau laporan sejarah. Data sekunder yang terdapat dalam penelitian ini meliputi data laporan keuangan perusahaan manufaktur periode tahun 2019 hingga tahun 2020 di Bursa Efek Indonesia. Data tersebut diperoleh dari website resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) (Indonesia Stock Exchange, 2020).

Sedangkan teknik pengumpulan data dokumentasi adalah teknik pengumpulan data yang akan digunakan dalam melakukan penelitian ini. Dokumen ini adalah catatan peristiwa yang telah terjadi. Data tersebut berasal situs resmi Bursa Efek Indonesia yang memuat data perusahaan manufaktur tahun 2019 dan 2020.

Variabel penelitian dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diwakili oleh dua proksi (ukuran), yang akan diteliti untuk memperoleh informasi mengenai hal-hal berikut, kemudian dapat ditarik kesimpulan. Dua pengukuran ini terdiri dari (Kasmir, 2012; Block et al., 2017): 1) Rasio total utang terhadap total ekuitas (DER). Struktur modal dapat diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) menggunakan rasio total utang dengan modal sendiri, yaitu: $\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal Sendiri}}$. 2) Rasio total utang terhadap total aset (DAR). Rasio untuk mengukur seberapa besar total aktiva perusahaan yang akan dibiayai oleh kewajiban atau dengan kata lain seberapa besar aset perusahaan yang dapat memenuhi total kewajibannya disebut dengan *Debt to Asset Ratio*. Adapun untuk menghitung debt ratio yaitu: $\text{Debt to Asset Rasio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$. Teknik menganalisis data yang akan digunakan dalam penelitian ini *wilcoxon signed rank test* atau dikenal dengan istilah *wilcoxon match pair* adalah uji non-parametrik untuk menganalisis signifikansi perbedaan antar dua data berpasangan berskala ordinal namun tidak berdistribusi secara normal. Model ini digunakan untuk mengetahui apakah ada perbedaan struktur modal pada industri manufaktur saat sebelum dan selama terjadinya COVID-19 (Rotua, 2015).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data deskripsi dalam penelitian ini digunakan untuk melihat ringkasan atau gambaran data dilihat dari nilai yang terendah, nilai yang tertinggi, nilai rata-

rata, dan nilai standar deviasi. Berdasarkan hasil analisis data dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 1. Deskripsi Data Sampel Struktur Modal Sebelum dan Selama COVID-19

Keterangan	DER		DAR	
	2019	2020	2019	2020
Rata-rata	5,860	2,105	0,532	0,526
Rata-rata yang sudah dipangkas 5%	1,142	1,125	0,479	0,466
Median	1,013	0,909	0,503	0,476
Simpangan Baku	58,279	8,707	0,480	0,512
Nilai terendah	0,070	0,003	0,065	0,003
Nilai tertinggi	786,931	114,290	4,889	5,168
Jarak	786,861	114,287	4,824	5,164
Menceng	13,447	12,048	6,064	6,055
Keruncingan	181,203	154,516	47,997	47,514

Sumber: Data Diolah, 2021

DER baik sebelum maupun selama terjadinya pandemi COVID-19 menunjukkan nilai rata-rata selalu lebih kecil dari simpangan baku. Pada tahun 2019 nilai mean 5,860 dengan nilai simpangan baku 58,279, sedangkan pada tahun 2020 saat terjadi pandemi COVID-19 terjadi penurunan nilai rata-rata 2,105 dan simpangan baku 8,707. Hal tersebut menunjukkan baik sebelum maupun semasa pandemi COVID-19, DER perusahaan manufaktur kurang baik karena modal operasional lebih besar dibiayai oleh utang dibanding modal sendiri. Adapun penurunan yang terjadi pada tahun 2020 dimungkinkan banyaknya investor atau pemodal yang menarik modal dan penurunan modal sendiri sehingga mempengaruhi penurunan struktur modal perusahaan di masa pandemi COVID-19.

Berdasarkan tabel di atas juga yang terjadi pada DAR baik sebelum maupun selama terjadinya pandemi COVID-19 menunjukkan nilai rata-rata lebih tinggi dari pada simpangan baku. Pada tahun 2019 nilai mean 0,532 dengan nilai simpangan baku 0,480, sedangkan pada tahun 2020 saat terjadi pandemi COVID-19 terjadi penurunan nilai mean 0,526 dan terjadi kenaikan pada simpangan baku

0,512. Hal tersebut menunjukkan baik sebelum maupun semasa pandemi COVID-19, DAR perusahaan manufaktur cukup baik karena modal operasional lebih besar dibiayai oleh modal sendiri, sehingga mengurangi penggunaan utang.

Uji normalitas digunakan peneliti untuk mengetahui apakah data akan digunakan untuk distribusi variabel penelitian berdistribusi normal, yang didasarkan pada model penelitian sebelum pengolahan data. Dalam penelitian ini, data yang diuji oleh peneliti menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas

Variabel	Kolmogoro v-Smirnov	Shapiro-wilk	Kesimpulan
DER (2019)	0,467	0,060	Data tidak berdistribusi normal
DER (2020)	0,405	0,151	Data tidak berdistribusi normal
DAR (2019)	0,219	0,505	Data tidak berdistribusi normal
DAR (2019)	0,226	0,501	Data tidak berdistribusi normal

Sumber: Data Diolah, 2021

Berdasarkan hasil uji normalitas data di atas, dapat diketahui bahwa nilai signifikansi variabel rata-rata lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan ($\alpha=0,05$) Dari pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa data sampel tidak terdistribusi normal. Oleh karena itu, untuk menguji semua variabel dalam penelitian ini akan digunakan uji wilcoxon sign rank.

Sesudah mendapatkan model uji yang sesuai dengan data yang digunakan, langkah selanjutnya adalah menguji hipotesis. Untuk menjawab pernyataan pertanyaan dalam penelitian ini, dilakukan pengujian hipotesis. Penelitian ini hanya mengajukan satu rumusan masalah penelitian. Oleh karena data penelitian tidak berdistribusi normal, maka pengujian statistik menggunakan uji *wilcoxon signed ranks*. Kriteria pengujian dilakukan dengan menggunakan tingkat

keyakinan 95% dengan tingkat signifikansi 5% atau nilai probabilitas asymp. sig (2-tailed) lebih kecil dari 0,05. Berikut ini merupakan deskripsi hasil pengujian dari hipotesis yang akan diuji:

Tabel 3. Peringkat pada DER antara Sebelum dan Selama COVID-19

	N	Rata-rata	Jumlah peringkat
2019-	Peringkat	100	94,01
	Negatif		9401,00
2020	Peringkat	80	86,11
	Positif		6889,00
	Ties	2	
	Total	182	

Sumber: Data Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 3. terlihat jumlah nilai data yang diolah. Pada tabel peringkat terlihat nilai peringkat positif menunjukkan nilai 80, nilai ini berarti sebanyak 80 dari 182 perusahaan mengalami peningkatan pada nilai DER selama COVID-19. Selanjutnya nilai peringkat negatif sebesar 100, nilai ini berarti sebanyak 100 dari 182 sampel perusahaan mengalami penurunan pada nilai DER selama terjadinya COVID-19. Serta nilai ties sebesar 2 yang berarti ada sebanyak 2 perusahaan yang tidak mengalami perubahan nilai pada DER selama COVID-19.

Tabel 4. Peringkat pada DAR Antara Sebelum dan Selama COVID-19

	N	Rata-rata	Jumlah peringkat
2019-	Peringkat	95	94,93
	positif		9018,00
2020	Peringkat	87	87,76
	Negatif		7635,00
	Ties	0	
	Total	182	

Sumber: Data Diolah, 2021

Berdasarkan Tabel 4. menunjukkan banyaknya nilai data yang diproses. Pada kotak peringkat terlihat nilai peringkat negatif menunjukkan nilai 87, nilai ini berarti sebanyak 87 dari 182 perusahaan mengalami peningkatan pada nilai DAR selama COVID-19. Selanjutnya nilai peringkat negatif sebesar 95, nilai ini

berarti sebanyak 95 dari 182 sampel perusahaan mengalami penurunan pada nilai DAR selama terjadinya COVID-19. Serta nilai ties sebesar 0 yang berarti tidak ada perusahaan yang tidak mengalami perubahan nilai pada DAR selama COVID-19.

Tabel 5. Hasil Ringkasan Uji Wilcoxon

	Variabel	Z Hitung	Asym. Sig	Kesimpulan
2019-2020	DER	-1,794	0,073	Tidak signifikan berbeda
	DAR	-0,972	0,331	Tidak signifikan berbeda

Sumber: Data Diolah, 2021

Berdasarkan hasil test statistik uji wilcoxon signed rank test untuk DER yang terlihat pada tabel di atas menunjukkan nilai Z hitung sebesar -1,794 lebih besar dari nilai Z tabel sebesar -1,960 ($-1,794 > -1,960$) dengan nilai nilai asymp. Sig sebesar 0,073. Nilai probabilitas tersebut berada di atas tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($0,073 > 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_a ditolak sehingga tidak terdapat perbandingan yang signifikan pada DER antara sebelum dan selama COVID-19. Berdasarkan hasil test statistik uji wilcoxon signed rank test untuk DAR yang terlihat pada tabel di atas menunjukkan nilai Z hitung sebesar -0,972 lebih besar dari nilai Z tabel sebesar -1,960 ($-0,972 > -1,960$) dengan nilai nilai asymp. Sig sebesar 0,331. Nilai probabilitas tersebut berada di atas tingkat signifikansi sebesar 0,05 ($0,331 > 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_a ditolak sehingga tidak terdapat perbandingan yang signifikan pada DAR antara sebelum dan selama COVID-19.

Hasil dari penelitian ini adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan manufaktur sebelum pandemi COVID-19 dan selama pandemi COVID-19. Hal ini dikarenakan total utang, total

ekuitas dan modal sendiri cenderung sama setiap tahunnya, sehingga tidak ada kenaikan atau penyusutan yang signifikan sebelum dan selama pandemi COVID-19. Selama masa pandemi COVID-19 ini, perusahaan mengelola utangnya dengan baik. Artinya bahwa perusahaan manufaktur ini tidak mengalami permasalahan pada saat pandemi COVID-19. Semestinya dengan adanya pandemi ini maka memungkinkan terdapat perbandingan yang signifikan pada DER maupun DAR pada perusahaan manufaktur, akan tetapi hasil dari pengujian yang telah dilakukan peneliti membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan, yang berarti bahwa pengelolaan perusahaan terhadap utangnya baik itu utang terhadap modal sendiri, maupun utang terhadap asetnya berada dalam kondisi yang sama atau tidak ada perbedaan dengan tahun sebelumnya, yang dimana sebelum adanya COVID-19. Hal ini berarti tidak sesuai dengan teori trade-off dinamis yang mengatakan ketika terjadi guncangan pada perusahaan maka perusahaan harus menetapkan target ekuitas utang dan dengan secara perlahan menyesuaikan struktur permodalannya ke arah tergetnya (Frank & Goyal, 2007). Nyatanya hasil yang diperoleh menunjukkan tidak adanya perbedaan struktur modal baik sebelum dan selama terjadinya pandemi COVID-19. Hasil yang telah dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa tidak signifikan berbeda. Hal ini berarti sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Waskito & Hidayat, (2020) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan terhadap struktur modal.

SIMPULAN

Kesimpulan dalam penelitian ini adalah bahwa hasil dari penelitian menunjukkan bahwa DER dan DAR pada perusahaan manufaktur yang menunjukkan tidak adanya perbedaan

yang signifikan baik sebelum adanya pandemi COVID-19 maupun selama adanya pandemi COVID-19 pada tahun 2019 hingga tahun 2020. Saran dalam penelitian ini yang diberikan untuk perusahaan dan penelitian selanjutnya. 1) Perusahaan harus mampu mempertahankan strategi atau kebijakan terkait struktur modal. karena sudah terbukti bahwa perusahaan mampu membuat kebijakan struktur modal perusahaan tidak jauh berbeda dengan sebelum adanya pandemi COVID-19, 2) Bagi peneliti selanjutnya yang akan menggunakan penelitian yang sama, disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan agar cakupan pengolahan data dapat lebih menunjukkan perbedaan yang akan diperoleh perusahaan setelah terkena dampak COVID-19.

DAFTAR PUSTAKA

- Block, S. B., Hirt, G. A., & Danielsen, B. R. (2017). *Foundations of Financial Management* (Seventeenth). Mc Graw Hill Education.
- Brennan, M. J., & Schwartz, E. S. (1984). Optimal Financial Policy and Firm Valuation. *Journal of Finance*, 39(3), 593–607.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management 15 Edition*. Cengage Learning.
- Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2013). *Financial Theory and Corporate Policy*. Pearson.
- Dierker, M., Lee, I., & Seo, S. W. (2019). Risk changes and external financing activities: Tests of the dynamic trade-off theory of capital structure. *Journal of Empirical Finance*, 52(February 2018), 178–200. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.03.004>
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). *American Finance*

- Association Dynamic Capital Structure*. 44(1), 19–40.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. In *Handbook of Empirical Corporate Finance SET* (Vol. 1, Issue 06). Woodhead Publishing Limited. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>
- Goldstein, R. (2001). *An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure*.
- Indonesia Stock Exchange. (2020). *IDX statistics 2020*. <https://idx.co.id/>
- Kasmir. (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. RajaGrafiindo Persaada.
- Kraus, A., & Litzenber, R. (1973). a State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, Vol. 28(No. 4 (Sep., 1973)), 911–922.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Moradi, A., & Paulet, E. (2019). The firm-specific determinants of capital structure – An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150–161. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.007>
- Mukaromah, V. F. (2020). *Apa Itu Virus Corona, yang Jadi Penyebab Penyakit Covid-19, MERS, dan SARS?* Kompas.Com.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ole, F. X. H. D., & Kelen, L. H. S. (2022). Analisis Perbedaan Profitabilitas Pada Industri yang Terdampak COVID-19: Tinggi, Sedang dan Rendah. *Business Management Analysis Journal (BMAJ)*, 05(01), 77–91. <https://doi.org/https://doi.org/10.24176/bmaj.v5i1.7056>
- Rotua, M. C. (2015). *Analisis Penerapan PSAK 50/55 (REVISI 2006) Tentang Instrumen Keuangan Terhadap Relevansi Nilai Informasi Akuntansi dan Asimetri Informasi (Studi Pada Perusahaan Jasa yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Universitas Pasundan Bandung.
- Rubenstein, L. Z., Josephson, K. R., Wieland, G. D., English, P. A., Sayre, J. A., & Kane, R. L. (1984). Effectiveness of a Geriatric Evaluation Unit. *New England Journal of Medicine*, 311(26), 1664–1670.
- Waskito, M., & Hidayat, D. (2020). Analisis Kinerja Keuangan Sebelum Dan Sesudah Akuisisi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Periode 2011 – 2016). *Kinerja*, 2(02), 149–172.