

PANDEMI COVID-19: LEBIH BAIK MENAMBAH UTANG ATAU EKUITAS?

PANDEMIC COVID-19: WOULD IT BE BETTER INCREASING DEBT OR EQUITY?

Bayu Aprillianto

bayu_aprillianto@unej.ac.id
Universitas Jember

Oktaviani Ari Wardhaningrum

oktaviani.ariw@unej.ac.id
Universitas Jember

ABSTRACT

Covid-19 Pandemic has caused massive changes. Lockdown policy set by the government has huge impact on the economy. Many companies must suffer losses, even have to declare bankruptcy. Company is no longer being able to rely on internal funding to finance its business due to limited operational activity. The company is faced with a choice of external funding decisions, that is increasing debt (on liability side) or issue shares (on the equity side). This study aims to examine the effect of debt-dominated capital structure on financial performance during the pandemic. This research conducted on 121 companies from consumer non-cyclicals, transportation & logistic, and banking sector listed on Indonesia Stock Exchange. The result shows that debt-dominated capital structure positively affects financial performance during the pandemic. Further testing through robustness test shows that companies with debt-dominated capital structure only have positive effect on financial performance. Meanwhile, companies with equity-dominated capital structure only have no significant effect.

Keywords: *debt, equity, financial performance, pandemic*

ABSTRAK

Pandemi Covid-19 menyebabkan perubahan yang sangat masif. Kebijakan *lockdown* yang dilakukan oleh pemerintah memberikan dampak yang sangat besar bagi perekonomian. Banyak perusahaan yang harus mengalami kerugian, bahkan harus mengumumkan kebangkrutan. Kegiatan operasional perusahaan yang terbatas mengakibatkan perusahaan tidak lagi dapat mengandalkan pendanaan internal untuk membiayai usahanya. Perusahaan dihadapkan pilihan keputusan pendanaan eksternal, yaitu menambah utang (di sisi liabilitas) atau menerbitkan saham (di sisi ekuitas). Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal dominan utang terhadap kinerja keuangan di masa pandemi. Pengujian dilakukan ke 121 perusahaan dari perusahaan sektor barang konsumen non-primer, transport dan logistik, dan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal dominan utang berpengaruh positif pada kinerja keuangan di masa pandemi. Pengujian lebih lanjut melalui *robustness test* menunjukkan bahwa sampel perusahaan dengan struktur modal dominan utang saja menunjukkan hasil berpengaruh positif pada kinerja keuangan, sedangkan pada sampel perusahaan dengan struktur modal dominan ekuitas saja menunjukkan hasil tidak signifikan.

Kata kunci: *ekuitas, kinerja keuangan, pandemi, utang*

1. PENDAHULUAN

Pandemi Covid-19 telah mewabah sejak tahun 2020 secara global dan masih berlanjut hingga tahun 2021. Pandemi ini telah memberikan dampak yang signifikan pada kehidupan umat manusia di dunia. Berdasarkan data *World Health Organization* (WHO) per Juni 2021, total kasus positif terkonfirmasi mencapai lebih dari 180 juta kasus dengan jumlah kematian lebih dari 3,5 juta kematian secara global (WHO, 2021). Hal ini semakin menunjukkan bahwa Covid-19 ini menjadi sebuah ancaman yang fatal dan berbahaya bagi kehidupan umat manusia.

Dunia sudah membatasi mobilitas umat manusia dalam rangka mencegah penyebaran virus yang lebih luas dan cepat. Pemerintah di beberapa negara sudah melakukan kebijakan-kebijakan seperti *lockdown*, Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB), *work from home* (WFH), hingga penutupan tempat-tempat yang memiliki potensi menyebabkan kerumunan (detikNews, 2021). Kebijakan-kebijakan ini menunjukkan sebuah pergeseran pola kehidupan yang masif. Segala sesuatu yang secara normal dilakukan secara tatap muka, namun saat ini harus dilakukan secara virtual, seperti kegiatan sekolah, rapat, konser musik, dan lain sebagainya.

Salah satu dampak dari pembatasan masif ini adalah penurunan kinerja ekonomi dan keuangan baik secara makro maupun mikro. Data Badan Pusat Statistik (BPS) menunjukkan bahwa perekonomian Indonesia mengalami kontraksi sebesar 2,07 persen (BPS, 2021). Data tersebut menunjukkan sebuah pilihan yang sulit dan bersifat dikotomi. Pembatasan yang sudah dilakukan bertujuan menjaga kesehatan masyarakat, namun pada akhirnya berdampak besar terhadap perekonomian. Bisnis usaha mengalami kesulitan keuangan hingga mengumumkan kebangkrutan. Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) juga mengalami depresi keuangan.

Hasil penelitian Devi, *et al.* (2020) menunjukkan bahwa pandemi covid-19 telah memberikan dampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar di BEI dengan *Return on Assets* (ROA) sebagai *proxy*. Hasil tersebut diperkuat oleh penelitian Rahmani (2020) yang menunjukkan bahwa pada masa pandemi Covid-19, perusahaan yang terdaftar di BEI mengalami penurunan kinerja keuangan dengan *Return on Assets* (ROA), *Operating Profit Margin* (OPM), dan *Net Profit Margin* (NPM) sebagai ukuran kinerja keuangan. Didukung pula oleh hasil penelitian Esomar dan Chritianty (2021), bahwa pandemi Covid-19 telah memberikan dampak terhadap solvabilitas dan profitabilitas perusahaan. Depresi kinerja keuangan ini memaksa perusahaan untuk menentukan strategi manajemen keuangan yang optimal agar depresi tidak menjadi semakin parah.

Di tengah kinerja keuangan yang semakin menurun, manajer keuangan dituntut membuat kebijakan keuangan perusahaan yang optimal agar perusahaan tetap bertahan di masa pandemi. Fokus dan peran manajer keuangan sangat dibutuhkan di masa pandemi ini untuk mencari dan mengelola sumber pendanaan perusahaan (Brigham dan Houston, 2019). Sumber pendanaan yang digunakan untuk mendanai kebutuhan pembelian aset dan biaya operasional agar perusahaan dapat beroperasi dan mencapai nilai maksimumnya.

Terdapat tiga keputusan yang dibuat oleh seorang manajer keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan manajemen aset (Horne dan Wachowicz, 2012). Keputusan pendanaan dan keputusan manajemen aset ini menjadi krusial. Bagaimana seorang manajer membuat keputusan yang tepat di tengah kesulitan mendanai pembelian aset dan pembelian lain-lain di masa pandemi. Jika pada kondisi normal, umumnya perusahaan akan menggunakan arus kas masuk dari aktivitas

operasional untuk mendanai berbagai pengeluaran perusahaan. Namun di masa pandemi, pendanaan dari aktivitas operasional menjadi sulit karena terjadinya penurunan laba atau bahkan kerugian yang dialami perusahaan. Hal ini dengan kata lain, dapat disimpulkan bahwa pendanaan internal sulit dilakukan, sehingga memaksa perusahaan untuk mencari alternatif pendanaan eksternal.

Pendanaan eksternal perusahaan dapat diperoleh melalui utang dan saham. Utang akan menambah liabilitas perusahaan, sedangkan saham akan menambah ekuitas perusahaan. Utang memberikan opsi bagi perusahaan untuk mengajukan pinjaman ke bank, atau menerbitkan surat utang perusahaan yang biasa disebut dengan obligasi korporasi. Berbeda dengan utang, saham berwujud surat kepemilikan perusahaan. Perusahaan dapat menerbitkan saham baru dalam rangka mendanai defisit keuangan perusahaan. Dalam konsep struktur modal optimal perusahaan, *trade-off* antara utang dan saham ini perlu dipertimbangkan dengan matang dan tetap mempertimbangkan arus kas masa depan (De Haas dan Peeters, 2006).

Sepanjang tahun 2020, tercatat ada 63 emisi obligasi dari 43 emiten (Qolbi dan Laoli, 2020) dan ada 51 emiten yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) (Rahmah dan Hidayat, 2020). Hal ini menunjukkan bahwa alternatif pendanaan eksternal menjadi pilihan para investor dalam aktivitas pendanaan perusahaan. Kombinasi antara utang dan ekuitas membentuk suatu konsep struktur modal. Di masa pandemi ini, manajer keuangan harus menentukan struktur modal optimal agar perusahaan tetap beroperasi dan meminimalkan risiko kesulitan keuangan yang berujung pada kebangkutan di masa depan.

Teori struktur modal dengan pajak oleh Modigliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa perusahaan akan memilih alternatif pendanaan melalui utang karena bunga dari utang dapat digunakan sebagai pengurang pajak. Teori sinyal (Ross, 1977) menambahkan jika utang merupakan sinyal positif bagi investor, utang dapat digunakan oleh manajer untuk memberikan sinyal bahwa kinerja keuangan perusahaan memiliki prospek yang baik. Oleh karena itu, para manajer dapat menambah utang untuk mengindikasikan kinerja perusahaan yang positif kepada investor.

Teori struktur modal lain diungkapkan oleh Myers (1977) melalui *Pecking Order Theory*. Teori ini menjelaskan pemilihan struktur modal berdasarkan hirarki risiko. Perusahaan akan mengutamakan pendanaan internal yaitu saldo laba (*retained earnings*). Jika saldo laba tidak mencukupi, maka pendanaan eksternal melalui utang menjadi opsi berikutnya dengan asumsi perusahaan mampu memenuhi kewajibannya secara rutin. Opsi terakhir adalah penerbitan saham dengan pertimbangan biaya utang lebih tinggi dari biaya modal.

Pertimbangan risiko pendanaan dalam hirarki *Pecking Order Theory* ini dapat merujuk pada teori *trade-off* oleh Kraus dan Litzenberg (1973). *Trade-Off Theory* mempertimbangkan keuntungan pengurangan pajak dari bunga dan biaya kebangkutan yang akan ditimbulkan. Di masa pandemi, penurunan kinerja keuangan menyebabkan pendanaan internal melalui saldo laba masih belum mencukupi. Perusahaan yang memutuskan tidak menambah utang mengindikasikan bahwa risiko biaya utang dan biaya kebangkutan lebih tinggi daripada keuntungan bunga sebagai pengurang pajak. Perusahaan juga masih belum mampu memenuhi kewajiban secara berkala melalui penerbitan obligasi. Akhirnya mengarah pada hirarki terakhir yaitu penerbitan saham. Opsi ini diambil berdasarkan pertimbangan biaya modal yang lebih rendah dari biaya utang. Manajer keuangan harus merumuskan struktur optimal di masa pandemi ini. Lebih

baik menambah utang atau ekuitas? Penentuan proporsi utang dan ekuitas yang tepat akan membuat perusahaan bertahan di masa pandemi.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis struktur modal optimal di masa pandemi dengan menguji pengaruh struktur modal perusahaan yang didominasi utang terhadap kinerja keuangan pada tahun 2020. Perusahaan yang digunakan sebagai objek penelitian ini adalah perusahaan barang konsumen non-primer, perusahaan transportasi, dan perusahaan perbankan. Pemilihan perusahaan tersebut didasarkan pada dampak pandemi Covid-19 pada perusahaan tersebut. Sektor barang konsumen non-primer menjadi sektor yang rentan mengalami depresi keuangan karena permintaan barang dan jasa non-primer berbanding lurus dengan pertumbuhan ekonomi. Sektor perbankan dan transportasi dipilih mengacu pada kebijakan pemerintah terkait PSBB dan penangguhan cicilan kredit perbankan.

Total sampel penelitian ini, yaitu sebanyak 121 perusahaan mencatat penurunan laba bersih, bahkan 46 di antaranya mengalami kerugian di masa pandemi tahun 2020. Untuk pengujian selanjutnya, 121 perusahaan tersebut dibagi menjadi dua kelompok yaitu perusahaan dengan proporsi utang lebih banyak dan perusahaan dengan proporsi ekuitas lebih banyak. Pengaruh proporsi utang dan ekuitas perusahaan dengan kinerja keuangan ini akan diuji ulang dengan *robustness test*. *Robustness test* dilakukan dengan membagi sampel menjadi dua yaitu perusahaan dengan struktur modal dominan utang dan dominan ekuitas. Selanjutnya diuji pengaruhnya terhadap kinerja keuangannya masing-masing.

2. TINJAUAN LITERATUR

Capital Structure Theory dan Signaling Theory

Terdapat beberapa teori struktur modal yang sudah disampaikan oleh para ahli, salah satunya disampaikan oleh Modigliani dan Miller (1963). Teori yang disampaikan oleh Modigliani dan Miller ini pada perkembangannya disebut dengan Teori MM. Pada awalnya teori MM ini mengabaikan adanya pajak, karena dianggap tidak realistis maka pada perkembangannya teori MM ini memasukkan pertimbangan adanya pajak dan bunga. Teori ini menyatakan bahwa nilai perusahaan yang tidak memiliki utang sama dengan perusahaan yang memiliki utang ditambah dengan penghematan pajak karena adanya bunga. Implikasi dari teori ini adalah perusahaan dapat memanfaatkan utang sebesar-besarnya, dibanding menggunakan alternatif pendanaan eksternal yang lain (yaitu saham).

Adanya utang yang dimiliki perusahaan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan masih dapat bertahan, dibandingkan perusahaan yang menambah penjualan sahamnya. Sinyal ini berkembang dari *signaling theory* oleh Ross (1977) bahwa adanya asimetri informasi antara investor dan perusahaan, pada posisi manajer yang memiliki informasi lebih dibanding investor. Berkaitan dengan teori MM, sinyal yang diberikan ke pasar dengan adanya utang ini adalah sinyal positif bahwa kinerja keuangan perusahaan masih dalam kondisi yang baik.

Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory

Adanya asimetri informasi yang telah dijelaskan sebelumnya, terkait juga dengan *Pecking Order Theory* (Myers, 1977). Teori ini menunjukkan bahwa pendanaan internal dinilai lebih bagus dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Pendanaan internal yang dimaksud adalah pendanaan dari hasil kegiatan operasional perusahaan. Pilihan

pendanaan eksternal akan dipilih oleh perusahaan jika kegiatan operasional perusahaan tidak mampu mencukupi kebutuhan dana perusahaan. Urutan opsi pendanaan dari yang terbaik sampai terburuk dalam teori ini adalah saldo laba, utang, dan saham.

Pecking Order Theory ini juga berkaitan dengan *Trade-Off Theory*. Pada *Trade-Off Theory* dijelaskan bahwa perusahaan harus membandingkan manfaat dan biaya atas penggunaan utang. Manfaat yang didapat dari opsi pendanaan melalui utang adalah adanya pengurangan pajak sehingga hal ini disebut dengan *tax shield*. Sedangkan biayanya adalah harus ada alokasi dana yang disiapkan perusahaan di masa depan untuk melunasi utang tersebut. Implikasi dari teori ini adalah semakin tinggi utang, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini terkonfirmasi oleh penelitian yang dilakukan oleh Samosir (2017), Suta *et al.* (2017), dan Rajagukguk *et al.* (2019).

Kinerja Keuangan

Laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan dapat digunakan untuk menilai kinerja keuangan suatu perusahaan. Analisis pada laporan keuangan perusahaan terdiri dari tiga bidang utama, yaitu analisis profitabilitas, analisis risiko, dan analisis sumber dan penggunaan dana (Subramanyam, 2014). Pada penelitian ini menggunakan analisis profitabilitas, yaitu evaluasi terhadap hasil (*return*) yang dihasilkan oleh perusahaan. Pengukuran *return* ini secara umum menggunakan kinerja operasional perusahaan, dengan asumsi perusahaan berdiri untuk melakukan aktivitas utama perusahaan (kinerja operasional). Pada masa pandemi ini, kinerja perusahaan mengalami tekanan dan penurunan yang sangat signifikan. Pada penelitian ini pengukuran kinerja operasional yang digunakan adalah NPM.

NPM adalah merupakan ukuran perusahaan mampu menghasilkan laba bersih setelah dikurangi dengan pajak dan bunga. Berikut ini perhitungan yang digunakan untuk menghitung NPM.

$$NPM = \frac{\text{Laba Bersih dikurangi bunga dan pajak}}{\text{Penjualan}} \times 100\%$$

Pengembangan Hipotesis

Pandemi Covid-19 berdampak pada kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan menghadapi penurunan pendapatan atau penjualan yang berdampak pada ketidakstabilan arus kas dan berpotensi mengalami *financial distress*. Teori struktur modal Modigliani dan Miller dengan pajak (1963) menyatakan bahwa perusahaan akan memilih alternatif pendanaan melalui hutang karena bunga dari hutang dapat digunakan sebagai pengurang pajak. Di masa pandemi, penambahan utang juga dapat dijadikan sinyal positif bagi investor (Ross, 1977). Utang dapat digunakan oleh manajer untuk memberikan sinyal bahwa kinerja keuangan perusahaan memiliki fundamental yang baik sehingga mampu memenuhi kewajibannya. Oleh karena itu, para manajer dapat menambah utang untuk mengindikasikan prospek kinerja yang baik kepada investor.

Hasil penelitian Xiong, dkk. (2021) dan Devi, dkk. (2020) menunjukkan bahwa tren perusahaan di masa pandemi cenderung menambah utang daripada ekuitas atau saham. Hasil lain dari penelitian Rafliis dan Arita (2021) mengindikasikan bahwa kebijakan struktur modal dan struktur kepemilikan ini berpengaruh positif terhadap kesulitan keuangan dan kesehatan keuangan perusahaan. Sementara, Khairedayati dan Asiah (2019) serta Ramadhan (2019) menemukan bahwa memang ada pengaruh secara

simultan antara *Short Term Debt* (STD), *Long Term Debt* (LTD), dan *Total Debt* (TD) terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan pemikiran tersebut, maka hipotesis yang diambil adalah:

H₁ : struktur modal dominan utang berpengaruh positif pada kinerja keuangan perusahaan

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan sumber data sekunder yaitu data diambil dari BEI. Populasi penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di BEI di sektor barang konsumen non-primer, transport dan logistik, dan perbankan. Pemilihan ketiga tersebut didasarkan dari perusahaan terdampak besar yang disebabkan oleh pandemi Covid-19. Total 511 perusahaan yang menjadi populasi dari penelitian ini, setelah dilakukan *purposive sampling* terdapat 121 perusahaan yang dianalisis. Metode analisis data dan pengujian hipotesis menggunakan uji regresi untuk menguji pengaruh dominasi utang pada struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Kinerja keuangan diprosikan dengan NPM menjadi variabel dependen dalam penelitian ini. Struktur modal sebagai variabel independen diukur menggunakan variabel *dummy*, dengan dominasi utang ditunjukkan dengan angka 1 dan tidak dominasi utang ditunjukkan dengan angka 0. Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini.

Pengujian dilanjutkan dengan melakukan *robustness test* dengan membagi sampel menjadi dua yaitu sampel perusahaan dengan struktur modal dominan utang saja dan sampel perusahaan dengan struktur modal dominan ekuitas saja. Selanjutnya dilanjutkan uji regresi yang sama pada kinerja keuangannya.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 di bawah ini menunjukkan statistik deskriptif perusahaan yang dianalisis. Pada tabel 1.1 dapat dilihat bahwa nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi dari variabel dependen, independen, dan variabel kontrol adalah sebagai berikut:

1. Data deskriptif variabel *dummy* untuk struktur modal dominan utang menunjukkan nilai minimum 0 dan maksimum 1, sedangkan nilai rata-ratanya 0,64 dan standar deviasinya 0,48.
2. Data deskriptif variabel *Net Profit Margin* (NPM) menunjukkan nilai minimum -2,65 dan maksimum 0,41, sedangkan nilai rata-ratanya -0.09 dan standar deviasinya 0,48.
3. Data deskriptif variabel *LnSize* menunjukkan nilai minimum 4.78 dan maksimum 21.14, sedangkan nilai rata-ratanya 14.94 dan standar deviasinya 3.26.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
D _{DER}	121	0	1	.64	0.48
NPM	121	-2.65	0.41	-0.09	0.48
LnSize	121	4.78	21.14	14.94	3.26
Valid N (listwise)	121				

Hasil Regresi dan Pembahasan

Tabel 2 berikut ini menunjukkan hasil uji regresi. Berdasarkan hasil uji regresi pada tabel 2, model penelitian menghasilkan nilai Uji F sebesar 5,941 (sig. 0,003) dengan

nilai *adjusted R²* sebesar 0,076. Hal ini menunjukkan bahwa model tersebut dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen NPM. Maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian adalah baik.

Tabel 2. Hasil Uji Regresi

	<i>Pred. Sign</i>	Koefisien (<i>p-value</i>)	Signifikansi
Variabel Dependen: NPM			
Konstanta		-62,513 (0,002)	***
D _{DER}	+	15,983 (0,096)	*
<i>LnSize</i>		2,891 (0,043)	**
R ²		0,091	
Adj. R ²		0,076	
F		5,941	
<i>p-value</i>		0,003	***

*** signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

* signifikan pada level 10%

Pengujian pengaruh struktur modal dominan utang pada NPM memasukkan variabel control *LnSize*. Hasil uji regresi menunjukkan bahwa nilai koefisien adalah sebesar 1,676 dan signifikan 0,096. Hasil uji tersebut menunjukkan hasil signifikan pada level 10% dengan arah positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis didukung oleh data.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa di masa pandemi Covid-19 lebih baik menggunakan alternatif pendanaan melalui utang. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Xiong, *et al.* (2021) dan Devi, *et al.* (2020) yang menunjukkan bahwa tren perusahaan di masa pandemi cenderung menambah utang daripada ekuitas atau saham. Kebijakan struktur modal dan struktur kepemilikan ini berpengaruh positif terhadap kesulitan keuangan dan kesehatan keuangan perusahaan (Raflis dan Arita, 2021).

Pembahasan

Pandemi Covid-19 telah memberikan dampak terhadap penurunan kinerja keuangan perusahaan. Penurunan laba bersih bahkan sejumlah perusahaan mengalami kerugian di masa pandemi. Arus kas masuk dari pendapatan dan penjualan perusahaan juga berkurang. Perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi aktivitas pendanaannya seperti pembelian aset, pembayaran biaya operasional, maupun non operasional.

Biaya variabel yang perubahannya mengikuti perubahan produksi secara proporsional mungkin tidak menjadi masalah besar bagi perusahaan, karena naik turunnya mengikuti jumlah permintaan barang dan jasa perusahaan. Namun biaya tetap yang bersifat konstan akan menjadi pengeluaran tetap perusahaan. Keadaan akan semakin memburuk ketika perusahaan memiliki utang yang jatuh tempo di masa pandemi. Semua pengeluaran tersebut akan menjadi faktor yang menyebabkan perusahaan lambat laun akan mengalami kesulitan keuangan. Alternatif efisiensi biaya mungkin bisa dilakukan seperti yang paling banyak terjadi adalah Pemutusan Hubungan Kerja (PHK). Tidak hanya itu, pandemi ini juga memaksa perusahaan untuk melakukan transformasi bisnis. Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) membuat transaksi perdagangan menjadi virtual. Hal ini adalah sebuah *megashift* yaitu perusahaan harus beradaptasi dengan

keadaan. Ditambah lagi, pada fase ini perusahaan akan mengeluarkan kas lagi untuk mendanai investasi aset dalam rangka transformasi bisnis digital.

Beban-belan yang menjadi pengeluaran perusahaan tersebut memicu perusahaan untuk mencari tambahan pendanaan ketika pendapatan dari kegiatan operasional semakin berkurang. Sebelum pandemi, Khairedayati dan Asiah (2019) dan Ramadhan (2019) menemukan bahwa memang ada pengaruh *Short Term Debt* (STD), *Long Term Debt* (LTD), dan *Total Debt* (TD) terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa utang masih menjadi pilihan dalam masa kesulitan keuangan di masa pandemi. Para manajer mengambil keputusan untuk menambah utang dalam rangka memenuhi kewajiban dan beban operasional maupun non operasionalnya. Langkah ini dilakukan untuk mencegah perusahaan tidak semakin merugi dan akhirnya bangkrut.

Praktik ini mendukung teori struktur modal MM yang disampaikan oleh Modigliani dan Miller (1963). Teori ini dikenal dengan teori MM dengan pajak. Teori MM menyebutkan bahwa bunga dari utang dapat dijadikan sebagai pengurang beban pajak perusahaan. Utang juga dapat dijadikan sebagai sinyal positif bagi para investor (Ross, 1977). Melalui utang, manajer mengindikasikan bahwa perusahaan sedang baik-baik saja dan tidak mengalami kesulitan keuangan yang berarti. Melalui utang, manajer memberikan sinyal bahwa perusahaan masih mampu memenuhi kewajibannya secara berkala. Melalui utang pula, manajer dapat meningkatkan nilai perusahaannya.

Pengujian struktur modal perusahaan yang didominasi utang terhadap kinerja keuangan ini tidak hanya dilakukan sekali dengan satu model. Penelitian dilakukan dengan melakukan *Robustness Test* dengan melakukan pengujian ulang dengan membagi dua sampel yaitu sampel perusahaan dengan struktur modal dominan utang dan sampel perusahaan dengan struktur modal dominan ekuitas. Berikut tabel 3 yang menunjukkan *robustness test 1* untuk sampel perusahaan dengan struktur modal dominan utang.

Tabel 3. *Robustness Test 1* untuk Sampel Perusahaan dengan Struktur Modal Dominan Utang

	<i>Pred. Sign</i>	Koefisien (<i>p-value</i>)	Signifikansi
Variabel Dependen: $NPM_{lev>1}$			
Constant		-0.159 (0.013)	**
DER	+	0.026 (0.037)	**
LnSize		1.920 (0.148)	
R ²		0.100	
Adj. R ²		0.076	
F		4.217	
p-value		0.018	**
***	signifikan pada level 1%		
**	signifikan pada level 5%		
*	signifikan pada level 10%		

Robustness Test 1 menggunakan sampel perusahaan dengan struktur modal dominan utang. Hasil uji regresi model penelitian menghasilkan nilai Uji F sebesar 4,217 (sig. 0,018) dengan nilai *adjusted R²* sebesar 0,076. Hal ini menunjukkan bahwa model *Robustness Test 1* dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen NPM. Maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian adalah baik.

Pengujian pengaruh struktur modal dominan utang pada NPM memasukkan variabel kontrol LnSize. Hasil uji regresi menunjukkan bahwa nilai koefisien adalah sebesar 0,026 dan signifikan 0,037. Hasil uji tersebut menunjukkan hasil signifikan pada level 5% dengan arah yang positif.

Tabel 4. Robustness Test 2 untuk Sampel Perusahaan dengan Struktur Modal Dominan Ekuitas

	<i>Pred. Sign</i>	Koefisien (<i>p-value</i>)	Signifikansi
Variabel Dependen: $NPM_{lev < 1}$			
Konstanta		-1,676 (0,055)	***
DER	+	1,764 (0,268)	
LnSize		8,970 (0,501)	
R^2		0,055	
Adj. R^2		0,004	
F		1,079	
p-value		0,350	
***	signifikan pada level 1%		
**	signifikan pada level 5%		
*	signifikan pada level 10%		

Robustness Test 2 menggunakan sampel perusahaan dengan struktur modal dominan ekuitas. Hasil uji regresi model penelitian menghasilkan nilai Uji F sebesar 1,079 (sig. 0,350) dengan nilai *adjusted R²* sebesar 0,004. Hal ini menunjukkan bahwa model *Robustness Test 2* dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen NPM. Maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian adalah baik.

Pengujian pengaruh struktur modal dominan ekuitas pada NPM memasukkan variabel kontrol yaitu LnSize. Hasil uji regresi menunjukkan bahwa nilai koefisien sebesar 1,764 dan signifikan 0,268. Hasil uji tersebut menunjukkan hasil tidak signifikan

Berdasarkan kedua hasil *Robustness Test* tersebut, didapatkan hasil yang mendukung pengujian pada model utama. Sampel perusahaan dengan struktur modal dominan utang menunjukkan hasil berpengaruh positif pada kinerja keuangan yang diukur dengan NPM, sementara sampel perusahaan dengan struktur modal dominan ekuitas menunjukkan hasil tidak signifikan. *Adjusted R²* pada *Robustness Test 1* juga menunjukkan hasil yang lebih tinggi daripada *Adjusted R²* pada *Robustness Test 2*. Maka dapat disimpulkan bahwa penggunaan pendanaan utang atau penambahan utang menjadi pilihan yang tepat di masa pandemi.

Analisis lebih mendalam dilakukan mengenai fenomena pendanaan melalui utang yang terjadi di masa pandemi khusus pada perusahaan. Penelitian terdahulu yang didukung oleh teori MM dengan pajak dan *signalling theory* memang menunjukkan rekomendasi utang sebagai alternatif pendanaan yang tepat, namun manajer harus tetap menghitung kombinasi utang dan ekuitas agar terbentuk struktur modal optimal di masa pandemi.

Pada saat saldo laba semakin berkurang, opsi pendanaan eksternal menjadi pilihan berdasarkan hirarki pendanaan *Pecking Order Theory* (Myers, 1977). Para manajer dapat menggunakan *Trade-Off Theory* (Kraus dan Litzenberg (1973) dalam mengambil keputusan pendanaan utang. Keuntungan dengan menggunakan utang yaitu perusahaan memperoleh keuntungan dari adanya bunga sebagai pengurang pajak. Utang juga dapat

mengendalikan kinerja manajer karena utang menuntut kinerja yang positif untuk dapat memenuhi kewajiban perusahaan. Selain itu, utang tidak memiliki hak suara. Alasan yang perlu diperhatikan ketika utang menjadi beban perusahaan adalah biaya atau risiko kebangkrutan yang ditimbulkan, potensi konflik antara pemberi utang (kreditur) dengan agen (manajer), dan fleksibilitas pembiayaan di masa mendatang berkurang. Fleksibilitas pembiayaan dapat berkurang karena adanya *debt covenant* yang berisi perjanjian mengenai batasan manajemen dalam keputusan investasi dan pembayaran dividen (Utami, 2012).

Kasus pada perusahaan minyak dan gas Amerika Serikat mengindikasikan adanya penambahan pendanaan utang yang disertai oleh penambahan aktivitas *hedging*. Manajemen risiko atas utang dituangkan dalam kontrak pinjaman yang sering memasukkan perjanjian yang mensyaratkan kebijakan *hedging* spesifik. *Hedging* terwujud dalam perjanjian rasio batas minimum dan maksimum, maturitas *hedging contract*, dan *posting* agunan kontrak turunan (Babenko, 2021).

Manajer juga mempertimbangkan resiko bisnis ketika perusahaan tidak menggunakan utang dan resiko keuangan yang merupakan risiko tambahan bagi pemegang saham biasa ketika menggunakan utang (Brigham dan Houston, 2019). Terakhir, Zainudin (2017) menyarankan bahwa perusahaan perlu mempertahankan rasio utang, menyeimbangkan kebutuhan pendanaan eksternal, dan level optimal kinerja keuangan.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur modal dominan utang terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa pandemi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal dominan utang berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa pandemi. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer cenderung memilih pendanaan eksternal melalui utang dibandingkan ekuitas dan saham. Hasil ini sesuai dengan teori MM dengan pajak. Lebih lanjut, pengujian lanjutan dilakukan dengan membagi kelompok perusahaan menjadi dua. Kelompok pertama adalah perusahaan yang struktur modalnya didominasi lebih banyak oleh utang daripada saham. Kelompok kedua adalah perusahaan yang struktur modalnya didominasi lebih banyak saham daripada utang. Hasil pengujian menunjukkan perusahaan dengan struktur modal dominan utang menunjukkan pengaruh positif terhadap kinerja keuangan, sedangkan perusahaan dengan struktur modal dominasi ekuitas menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Berdasarkan hasil penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa di masa pandemi alternatif pendanaan eksternal berupa utang lebih diminati daripada ekuitas dan saham karena lebih memiliki pengaruh positif pada kinerja keuangan perusahaan.

Penelitian ini menggunakan objek penelitian perusahaan-perusahaan yang terdampak pandemi Covid-19 yaitu perusahaan di sektor barang konsumen non-primer, transport dan logistik, dan perbankan. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan sektor-sektor lain yang belum dilakukan observasi pada penelitian ini sebagai tambahan representasi kebijakan struktur modal perusahaan di masa pandemi. Adanya fenomena penerbitan obligasi dan IPO saham di masa pandemi dapat menjadi acuan untuk melakukan penelitian lebih lanjut dengan menggunakan rasio obligasi dan saham perusahaan sebagai proxy struktur modal.

REFERENSI

- BPS. 2021. Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwulan IV-2020. <https://www.bps.go.id/pressrelease/2021/02/05/1811/ekonomi-indonesia-2020-turun-sebesar-2-07-persen--c-to-c-.html> [diakses 28 Mei 2021]
- Brigham, E. F., dan J. F. Houston. 2019. *Fundamentals of Financial Management, Fifteenth edition*. USA: Cengage.
- De Haas, R., dan M. Peeters. 2006. The Dynamic Adjustment Towards Target Capital Structures of Firms in Transition Economies. *Economics of Transition*. 14 (1): 133-169.
- detikNews. 2021. Daftar Negara yang Lockdown karena Corona. <https://news.detik.com/berita/d-4956298/daftar-negara-yang-lockdown-karena-corona/3> [diakses 28 Mei 2021]
- Esomar, M. J. F., dan R. Chritianty. 2021. Dampak Pandemi Covid-19 terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Jasa di BEI. *Jurnal Konsep Bisnis dan Manajemen*. 7 (2): 227-233.
- Horne, J. C. V., dan J. M. Wachowicz. 2012. Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan (Edisi 13). Jakarta: Salemba Empat.
- Khairedayati, dan A. N. Asiah. 2019. Analisis Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*. 20 (2): 141-151.
- Kraus, A., dan R. H. Litzenberger. 1973. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*. 28 (4): 911-922.
- Modigliani, F., dan M. H. Miller. 1963. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*. 53 (3): 433-443.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of Capital Borrowing. *Journal of Finance Economics*. 5: 147-175.
- Qolbi, N., dan N. Laoli. 2020. Masih Ada Sembilan Calon Emiten dalam Pipeline, BEI aktif sosialisasi go public. <https://investasi.kontan.co.id/news/masih-ada-sembilan-calon-emiten-dalam-pipeline-bei-aktif-sosialisasi-go-public>. [diakses 20 April 2021]
- Rafli, R., dan E. Arita. 2021. Impak Struktur Modal, Struktur Kepemilikan dan Karakteristik Perusahaan Terhadap *Financial Distress* dan *Financial Health* Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Dharma Andalas*. 23 (1): 135-150.
- Rahmah, G., dan A. A. N. Hidayat. 2020. 51 Emiten IPO di 2020, BEI Duduki Peringkat Keenam di Dunia. <https://bisnis.tempo.co/read/1418909/51-emiten-ipo-di-2020-bei-duduki-peringkat-keenam-di-dunia>. [diakses 20 April 2021]
- Rahmani, A. N. 2020. Dampak Covid-19 terhadap Harga Saham dan Kinerja Keuangan Perusahaan. *Kajian Akuntansi*. 21 (2): 252-269.
- Rajagukguk, L., V. Ariesta, dan Y. Pakpahan. 2019. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Keputusan Investasi, dan Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Inspirasi Bisnis dan Manajemen*. 3 (1): 77-90.

- Ross, S. A. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*. 23-40.
- Samosir, H. E. 2017. Pengaruh Profitabilitas dan Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII). *Journal of Business Studies*. 2 (1): 75-83.
- Subramanyam, K. R. 2014. *Financial Statement Analysis, Eleventh Edition*. New York: Mc Graw Hill Education.
- Suta, I. W., I. N. Sugiarta, dan P. A. Agustina. 2017. Pengaruh Kebijakan Utang pada Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Bisnis dan Kewirausahaan*, 12 (3): 173-185.
- Utami, E. S. 2012. Strategi Pendanaan Antara Utang dan Saham. Universitas Jember Repository Asset.
- WHO. 2021. WHO Coronavirus (COVID-19) Dashboard. <https://covid19.who.int/> [diakses 1 Juni 2021]
- Xiong, H., W. Shi, dan H. Shen. 2021. Impact of COVID-19 on Corporate Liabilites in the Energy & Power Industry. *Energy Research Letters*. 2 (1): 1-4.
- Zainudin, Z., *et al.* 2017. Debt and Financial Performance of REITs in Malaysia: An Optimal Debt Threshold Analysis. *Jurnal Ekonomi Malaysia*. 51 (2): 73-85.