



Percepatan Struktur Modal Perusahaan Sektor Kesehatan Indonesia

Euis Bandawaty^{1*}, Nugraha², Disman³, Maya Sari⁴

¹ Faculty of Economics and Business, As Syafi'iyah Islamic University, Indonesia

^{1,2,3,4} Faculty of Economics and Business, Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung, Indonesia

Abstract

The aim of this research is to determine the influence of profitability, growth opportunities, liquidity, cash flow volatility, earning volatility and the magnitude of the acceleration of the capital structure of health sector companies in Indonesia in 2010-2022. The data analysis used is a dynamic capital structure model with a Partial Adjustment Model (PAM) approach which involves lag variables, determining factors of optimal capital structure and acceleration of capital structure in one equation. PAM model parameter estimation uses GMM with the aim of overcoming the problem of endogeneity. The GMM model test results show consistent, valid and unbiased. So the health sector company data is in accordance with the dynamic capital structure model, which is indicated by the coefficient value of the lag variable of 0.5821 which is smaller than 1 which is significant at an alpha of 0.05. The company's response to returning to an optimal capital structure is shown by an acceleration value (SOA) of 41.79%, with a time period of 1.3 years. Performance factors that have a negative influence on optimal capital structure are growth opportunities, liquidity and earnings volatility. Cash flow volatility has a positive influence. Meanwhile, profitability has no influence on optimal capital structure.

Article Info

Correspondence:

Euis Bandawaty
(euisbandawaty@upi.edu)

Article History:

Submitted: 15-01-2023

Revised: 23-03-2023

Accepted: 18-04-2023

Published: 27-04-2023

JEL Classification:

G23; G32; I15

Keyword:

Acceleration;
Dynamic Capital Structure;
Health Sector;
Partial Adjustment Model

1. PENDAHULUAN

Struktur modal merupakan inti dari keuangan perusahaan modern. Komposisi pendanaan perusahaan dari utang dan modal sendiri yang tepat akan memberikan dampak langsung pada nilai perusahaan. Sementara (Modigliani & Merton H. Miller, 1958) pada awal penelitiannya berargumen bahwa struktur modal tidak ada pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Hal ini memunculkan banyak peneliti untuk membuktikan secara teori maupun empiris termasuk dari Modigliani dan Miller sendiri. Sampai akhirnya teori struktur modal modern mampu membuktikan bahwa struktur modal perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan dapat meningkatkan prospek masa depan dengan memvariasikan rasio optimalnya antara utang dan equitas.

Ketertarikan penelitian terhadap struktur modal karena adanya indikasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang merupakan tujuan utama dari perusahaan dalam mensejahterakan pemegang saham yang di tunjukkan oleh naiknya harga saham.



Sehingga berbagai peneliti struktur modal dari pendekatan struktur modal statis dan dinamis sangat berkontribusi dalam perkembangan struktur modal perusahaan.

Struktur modal adalah komposisi sumber dana perusahaan yang berasal dari hutang dan equity. Intinya adalah apakah perusahaan dalam sumber dananya baik dalam biaya operasional atau ketika ada investasi baru atau ekspansi perusahaan, sumber dana yang di gunakan dari equitas saja, hutang saja atau kombinasi antara hutang dan equitas. Ukuran perusahaan tentu mempengaruhi terhadap sumber pendanaan yang di gunakan. Seperti pada penelitian (Susilawati, Wijayanti, & Martono, 2020), perusahaan yang baru berdiri tentu menggunakan sumber pendanaan dari pemegang saham karena ketika berhutang akan beresiko gagal bayar karena belum terbukti berapa profitabilitas untuk membayar kewajiban masih belum pasti. Ketika perusahaan sudah mulai tumbuh proyek-proyek dan tingkat penjualan mulai meningkat maka perusahaan memerlukan pendanaan yang lebih besar sehingga perusahaan mulai menggunakan sumber pendanaan dari hutang. Hal ini perusahaan yakin dengan peningkatan penjualan mampu membayar kewajibannya untuk membayar bunga dan cicilannya. Sampai ketika perusahaan mempunyai asset besar dan jaringan pasar yang luas seperti perusahaan yang sudah go publik pendanaanya bisa bersumber dari hutang berupa obligasi dan sumber pendanaan modal dengan menerbitkan saham. Dengan demikian struktur modal perusahaan adalah komposisi antara hutang dan modal sendiri yang di gunakan perusahaan guna dapat meningkatkan nilai perusahaan dan biaya dari equity modal dan hutang yang dikeluarkan perusahaan minimum. Sehingga perusahaan perlu menentukan struktur modal yang optimal yang memberikan manfaat lebih besar dari sumber pendanaan yang digunakan dari pada biaya.

Berbagai penelitian struktur modal optimal sudah banyak dilakukan dari berbagai pendekatan. Pendekatan pertama seperti pada penelitian (Hafidzi, 2016) dan (Elviana, Rismala, & Sunardi, 2021) dimana proporsi struktur modal yang optimal dapat di hitung langsung dengan cara membuat skenario dari beberapa proporsi hutang dan equity untuk menentukan proporsi yang memberikan nilai perusahaan yang maksimum dan biaya yang minimum. Pendekatan kedua adalah penentuan struktur modal tidak langsung. Pendekatan ini menggunakan estimasi struktur modal optimal berdasarkan dari faktor penentunya. Faktor penentunya dipilih perusahaan yang dianggap sebagai faktor yang bisa menjadi target struktur modal optimal.

Dari berbagai penelitian determinan struktur modal mempunyai tujuan yang sama adalah bagaimana menganalisis faktor determinan yang berpengaruh terhadap struktur modal dalam mengambil keputusan penggunaan sumber dana dari hutang atau equity yang mampu menjaga kinerja perusahaan dan kepercayaan investor sehingga perusahaan survive dengan peningkatan terhadap nilai perusahaan.

Beberapa teori dasar yang menjelaskan struktur modal perusahaan, seperti *trade off theory*, *packing order teori* dan *market timing theory* (Cahyaningdyah, 2017). *Trade off theory* menjelaskan adanya struktur modal optimal dimana pendanaan perusahaan dari hutang mempunyai batas maksimum. Batasan ini sebagai indikator perusahaan dalam mengelola hutangnya. Ketika perusahaan menggunakan sumber hutang melebihi batas optimal perusahaan akan mengalami kebangkrutan karena tingkat pengembaliannya lebih kecil dari biaya penambahan hutangnya. Sementara *trade off theory* mengaggap optimalnya penggunaan utang dan equitas berdasarkan dari pertimbangan resiko. Penggunaan sumber dana mulai dari laba di tahan yang mempunyai risiko kecil, kemudian ketika laba di tahan tidak mencukupi untuk membiayai investasi maka perusahaan baru menggunakan sumber dana dari hutang. Terakhir adalah menerbitkan saham baru yang mempunyai resiko paling tinggi karena menyangkut kepemilikan dari saham. Begitu juga dengan *market timing theory* struktur modal optimalnya ketika harga saham perusahaan tinggi maka perusahaan akan menerbitkan equitas dan ketika harga saham perusahaan rendah perusahaan membeli kembali equitasnya.

Pada penelitian ini pendekatan struktur modal optimal berdasarkan dari faktor penentu struktur modalnya. Pada awalnya perusahaan akan menentukan struktur modal

optimalnya untuk periode yang akan datang. Akan tetapi karena ada perubahan dari penentu struktur modalnya akibatnya akan terjadi penyimpangan dari struktur modal optimalnya. Sehingga perusahaan akan dituntut untuk merespon dari adanya penyimpangan tersebut. Apakah perusahaan akan tetap dalam keadaan menyimpang atau perusahaan berusaha kembali untuk menuju struktur modal optimalnya yang berupaya mencari nilai perusahaan yang maksimum. Setiap dua periode siklus ini akan berulang. Sehingga kemampuan manager perusahaan sangat menentukan bagaimana cara menentukan struktur modal pada periode berikutnya agar kembali didapatkan struktur modal optimal dengan mempertimbangkan apakah perusahaan akan merubah hutangnya atau merubah ekuitasnya. Dengan adanya perubahan ini terlihat bahwa perusahaan tidak secara langsung mencapai struktur modal optimalnya akan tetapi perusahaan melakukan secara bertahap. Hal ini karena adanya biaya yang perlu di sesuaikan dengan kemampuan perusahaan dalam mencapai struktur modal optimalnya. Respon perusahaan untuk kembali kepada struktur modal optimal yang diestimasi perusahaan sebagai target di sebut dengan percepatan.

Teori yang menganalisis karena adanya penyimpangan dan perusahaan berusaha untuk kembali mencapai targetnya adalah teori struktur modal dinamis yang dalam penelitian ini menggunakan model *Parsial Adjustmen Model* (PAM). Model PAM ini adalah suatu model yang melibatkan variabel independenya adalah *lag variabel* dan faktor determinan struktur modal optimal yang di cover dalam koefisien percepatan.

Bagaimana faktor kinerja keuangan seperti profitabilitas, peluang pertumbuhan, *likuidity*, *cash flow volality* dan *earning volality* mempengaruhi terhadap struktur modal optimal dan ketika kinerja keuangannya berubah bagaimana respon perusahaan untuk melakukan penyesuaian kembali terhadap struktur modal optimalnya. Model PAM ini akan di uji pada perusahaan sektor kesehatan yang datanya di ambil pada tahun 2010-2022. Peneliti mengambil sektor ini karena jarang yang menggunakan sektor ini. Apakah perusahaan sektor kesehatan mencapai struktur modal optimalnya?

Kajian Literatur Struktur Modal

Struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara total utang dengan modal sendiri. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (defisit) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar yaitu dari utang (debt financing). Menurut (Bhaduri, 2010), kebijakan struktur modal melibatkan adanya pertukaran antara risiko dan pengembalian yaitu penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham. Penggunaan utang yang lebih besar biasanya akan menyebabkan terjadinya ekspektasi tingkat pengembalian atas ekuitas yang lebih tinggi.

Struktur Modal Optimal

Cahyaningdyah menjelaskan bahwa struktur modal optimal pada suatu perusahaan adalah gabungan dari utang dan ekuitas yang memaksimumkan harga saham perusahaan. Menurut (N. K. S. M. Dewi & Badjra, 2012), struktur modal optimal adalah struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan maksimal dan biaya modal minimal. Implikasinya bahwa perusahaan mempunyai target struktur modal, Ketika data perusahaan memberikan nilai perusahaan yang maksimal dan biaya struktur modal minimum maka perusahaan mempunyai proporsi hutang maksimal yang memberikan peningkatan terhadap nilai perusahaan. Pendekatan struktur modal optimal berdasarkan pada target struktur modal optimal yang bisa di tentukan langsung dan pendekatan struktur modal target yang tidak bisa di hitung secara langsung akan tetapi di estimasi berdasarkan faktor penentu struktur modal optimalnya. seperti faktor karakteristik perusahaan.

Percepatan struktur modal

Menurut (S. Dewi & Ramli, 2016) kecepatan penyesuaian (*Speed of Adjustment*) merupakan kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang optimal, hal ini ditentukan oleh biaya berpindah dari satu struktur modal kepada struktur modal yang lain. (Warmana & Widnyana, 2016) juga menyatakan bahwa kecepatan penyesuaian merupakan kecepatan suatu perusahaan dalam memenuhi target *leverage* nya, hal ini sesuai dengan *dynamic trade-off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan secara berkala melakukan penyesuaian dari waktu ke waktu menuju struktur modal optimalnya. Struktur modal dinamis mencerminkan tingkat optimal serta biaya penyimpangan dari *leverage* dan biaya penyesuaian ke arah optimal *leverage*. Jadi dapat disimpulkan bahwa kecepatan penyesuaian merupakan suatu fungsi dari sejumlah variabel yang mempengaruhi biaya tingkat hutang yang ditentukan oleh jarak antara tingkat hutang aktual dengan tingkat hutang optimal.

2. METODE

Penelitian ini menggunakan metode penelitian deskriptif verivikatif. Dengan Analisis data menggunakan model struktur modal dinamis Parsial Adjustment Model dengan teori dasar *trade off theory*. Model PAM di uji dengan data dari sektor kesehatan indonesia BEI pada tahun 2011-2022. Sampel dalam penelitian ini sebanyak 226 yang di ambil dari 28 perusahaan dari tahun 2011-2022 sehingga data yang diolah pada penelitian ini menggunakan software Stata yang datanya bersifat Unbalance.

Pengukuran variabel dalam analisis ini dapat di lihat dari operasional variabel sebagai berikut:

- a. *Profitability*, merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan indikator:

$$Profitability = \frac{Laba Bersih}{Modal Sendiri}$$

- b. *Growth Opportunity*, merupakan Peluang investasi perusahaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang dengan indikator:

$$Growth = \frac{Total Aset_t - Total Aset_{t-1}}{Total Aset_{t-1}}$$

- c. *Liquidity*, merupakan Kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan indikator:

$$Liquidity = Rasio lancar = \frac{Total Aset Lancar}{Total Kewajiban Lancar}$$

- d. *Cash Flow Volality*, merupakan Arus kas yang mengalami kenaikan maupun penurunan di perusahaan dari suatu periode ke periode berikutnya, dengan indikator:

$$Cash Flow Volatility = \frac{CFO_{it}}{Total Asset}$$

- e. *Earning Volality*, merupakan gambaran bagaimana pendapatan perusahaan yang naik turun dalam suatu periode, dengan indikator:

$$\text{Earnings Volatility} = \frac{\text{Operating Profit}}{\text{Total Asset}}$$

f. Struktur modal, merupakan perbandingan antara total hutang dan total asset.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini model struktur modal dinamis dengan pendekatan *Partial Adjustment Model (PAM)*. Berdasarkan *trade off theory* pada awalnya suatu perusahaan menargetkan struktur modal optimalnya pada periode yang akan datang. Pada model PAM struktur modal optimalnya hanya bisa di estimasi dengan faktor penentu struktur modal optimalnya dalam penelitian ini berdasarkan dari kinerja keuangan perusahaan yang terdiri dari profitabilitas (PR), peluang perumbuhan (GO), liquiditas (LIQ), *cash flow volatility* (CFV), *earning volatility* (EV) dalam bentuk persamaannya di tulis:

$$LEV_{it}^* = \alpha_1 PR_{it} + \alpha_2 GO_{it} + \alpha_4 LQ_{it} + \alpha_5 CFV_{it} + \alpha_6 EV_{it} \quad (1)$$

LEV_{it}^* adalah leverage target rasio utang sebagai estimasi atau harapan bahwa faktor kinerja keuangannya tersebut mampu menjadi struktur modal optimal perusahaan dengan kata lain struktur modal harapan ini akan sama dengan struktur modal kenyataannya (aktualnya) atau $LEV_{it}^* = LEV_{it}$. Namun akibat adanya perubahan dari faktor-faktor kinerjanya dalam rentang waktu dan juga dari perkembangan kondisi internal dan eksternal perusahaan sehingga leverage saat ini akan berubah. Perubahan bisa $LEV_{it}^* > LEV_{it}$ artinya tingkat hutang di bawah struktur modal optimal atau $LEV_{it}^* < LEV_{it}$ tingkat hutang di atas struktur modal optimal. Dalam penelitian ini akan dianalisis dengan asumsi $LEV_{it}^* > LEV_{it}$ yaitu pada saat tingkat hutang masih di bawah struktur modal optimalnya dan sesuai dengan model PAM. Akibatnya akan terjadi deviasi antara leverage aktual dengan leverage optimal. Dengan adanya penyimpanan dari struktur modal optimal, dalam model dinamis perusahaan berusaha menyesuaikan menentukan kebijakan merubah struktur modalnya untuk mencapai struktur modal optimalnya. Untuk menuju leverage optimal tersebut, dibutuhkan waktu dan biaya (adjustment cost) ((Fischer, Heinkel, & Zechner, 1989), (Frank & Goyal, 2008). Penyesuaian merubah struktur modalnya untuk mencapai struktur modal optimal ini dilakukan setiap dua periode sehingga perusahaan melakukan penyesuaian secara bertahap. Proses penyesuaian dalam model dinamis dapat di tulis :

$$LEV_{it} - LEV_{it-1} = \delta (LEV_{it}^* - LEV_{it-1}) \quad (2)$$

$$0 < \delta < 1$$

δ besarnya penyesuaian untuk kembali pada struktur modal optimalnya yang lebih dikenal dengan nama percepatan atau *speed off adjusment (SOA)*. Dengan mensubstitusikan persamaan (1) ke persamaan (2) di dapatkan model struktur modal dinamisnya seperti di bawah ini :

$$LEV_{it} = (1 - \delta) LEV_{it-1} + \alpha_1 PR_{it} + \alpha_2 GO_{it} + \alpha_4 LQ_{it} + \alpha_5 CFV_{it} + \alpha_6 EV_{it} \quad (3)$$

Koefesien $(1 - \delta)$ dari *lag variabel* (LEV_{it-1}) pada persamaan (3) menguji apakah perusahaan melakukan penyimpangan dari struktur modal yang di targetkan? Jika nilai koefesien dari $(1 - \delta)$ sama dengan 1, perusahaan tidak melakukan penyimpangan dari target yang di tunjukan dengan $\delta = 0$ (Percepatannya (SOA) = 0). Jika koefesien $(1 - \delta) < 1$ perusahaan melakukan penyimpangan dari target yang di tunjukan oleh nilai $\delta < 0$ atau perusahaan melakukan penyesuaian kembali terhadap struktur modal optimalnya.

Tujuan dalam penelitian adalah apakah perusahaan melakukan penyesuaian dan model yang di gunakan adalah struktur modal dinamis dengan pendekatan PAM. Maka Agar didapatkan model PAM yang tidak bias, estimasi parameter variabel independennya menggunakan Estimasi GMM seperti yang di sarankan oleh Arrelano dan Bond (1991). GMM ini di gunakan karena pada model PAM adanya variabel indpeneden dari lag variabel (LEV_{it-1}) berkorelasi dengan faktor error (endogenitas). Sehingga apabila menggunakan OLS walaupun signifikan akan tetapi model akan bias.

Validitas penggunaan GMM perlu dilakukan beberapa pengujian yaitu Uji Arrelano Bond untuk kekonsistenan model, Uji sargan untuk kevalidan model dan Uji ketidakbiasan untuk mengidentifikasi apakah model tidak bias. Indikator estimasi GMM tidak bias adalah jika nilai koefisien dari lag variabel (LEV_{it-1}) terletak pada interval koefisien lag variabel FE OLS.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Hasil Penelitian

Tabel 1. hasil uji model struktur modal dinamis (PAM)

Variabel	OLS	<i>p-value</i>	FEM	<i>p-value</i>	FD-GMM	<i>p-value</i>	SYS-GMM	<i>p-value</i>
LEV _{t-1}	0.7135	0.000	0.5653	0.000	0.5682	0.000	0.5821	0.000
PROF _t	-0.0040	0.826	0.0208	0.261	0.2070	0.069	0.0154	0.071
GO _t	-0.0810	0.000	-0.0811	0.000	-0.0841	0.000	-0.0680	0.000
LQ _t	OLS	0.000	-0.0195	0.000	-0.0200	0.000	-0.0158	0.000
CFV _t	-0.1723	0.028	-0.0339	0.733	0.0579	0.000	0.0964	0.000
EV _t	-0.0023	0.941	-0.3238	0.000	-0.1666	0.000	-0.0980	0.000
Arellano								
Bond m_1					0.0046		0.0038	
Arellano								
Bond m_2					0.7405		0.8243	
Sargan test					1.0000		1.0000	
SOA	28.65%		43.47%		43.18%		41.79%	
Half-life	2.1 tahun		1.2 tahun		1.2 tahun		1.3 tahun	

Sumber: Hasil Olah Data (2022)

Validitas GMM dengan menggunakan uji Arrelano Bond, Uji Sargan dan Uji ketidakbiasan dapat di tunjukan pada tabel 1. GMM pada hasil uji ada FD GMM dan ada SYS GMM. Dua jenis ini di ujikan untuk melihat kekonsitenan dari model GMM.

Uji estimasi model FD-GMM hasil uji Arellano Bond menunjukkan $m_1 = 0.0046 < 0.05$ (sign) dan $m_2 = 0.7405 > (sign 0.05)$ hal ini dikatakan bahawa model ini konsisten. Uji Sargan test menunjukkan $p-value = 1.000 > (sign= 0.05)$ menunjukan bahawa model FD-GMM valid . Nilai koefisien dari lag variabel OLS (0.7135) dan koefisien lag variabel model FEM (0.5653) sementara koefisien lag variabel model FD-GMM (0.5682). Sehingga koefisien Lag variabel FD GMM bearada pada interval koefisien lag variabel FEM dan OLS atau FEM (0.5653) < model FD-GMM (0.5682).< OLS (0.7135). sehingga model estimasi FD GMM tidak bias.

Uji estimasi model SYS GMM menunjukan hasil uji Arellano Bond menunjukkan $m_1 = 0.0038 < 0.05$ (sign) dan $m_2 = 0.8243 > (sign 0.05)$ hal ini dikatakan bahawa model ini konsisten. Uji Sargan test menunjukkan $p-value = 1.000 > (sign= 0.05)$ sehingga model SYS-GMM adalah valid. Nilai koefisien dari lag variabel OLS (0.7135) dan koefisien lag variabel model FEM (0.5653) dan koefisien lag variabel model SYS-GMM (0.5821) bearad pada interval lag variabel FEM dan OLS atau FEM (0.5653) < model FD-GMM (0.5821) < OLS (0.7135) sehingga model SYS GMM adalah tidak bias.

Dengan demikian model FD-GMM dan SYS GMM memberikan model yang valid. Koefisien lag variabel (LEV_{it-1}) pada model GMM memberikan hasil FD GMM (0.5682) dan SYS GMM (0.5821) yang nilainya di bawah 1 dan signifikan pada tingkat error 5%.

3.2. Pembahasan

Seperti yang sudah di uraikan sebelumnya bahwa jika koefisien dari lag variabel di bawah angka 1 membuktikan bahwa struktur modal perusahaan mengalami penyimpangan dari struktur modal optimalnya. Sehingga penelitian ini mampu membuktikan bahwa model struktur modal dinamis dapat di terapkan pada data penelitian ini. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian (Ozkan, 2001; Gaud et al., 2005).

Dengan demikian bahwa secara rata-rata perusahaan sektor kesehatan di Indonesia struktur modal aktualnya mengalami penyimpangan dari struktur modal yang sudah di targetkan pada periode sebelumnya (Jiang et al., 2021). Struktur modal pada periode berikutnya merupakan estimasi untuk target struktur modal optimalnya. Di duga selama jarak dua periode tersebut terjadi perubahan dari profitabilitas atau likuiditas atau peluang pertumbuhan atau cash flow volality atau earning volality. Untuk kembali mencapai struktur modal optimalnya di butuhkan waktu dan biaya (Fischer et al., 1989; Frank & Goyal, 2008). Kecepatan perusahaan kembali menuju struktur modal optimalnya di sebut kecepatan penyesuaian atau speed of adjusment (SOA) sedangkan biaya yang di keluarkan untuk pembiayaan dari sumber dana yang di gunakan di sebut dengan biaya penyesuaian (Adjusment Cost). Pada saat struktur modal aktualnya menyimpang perusahaan bisa memutuskan apakah tetap pada penyimpangan atau perusahaan akan memutuskan membuat kebijakan untuk kembali ke struktur modal optimalnya. Keputusan ini tentu di sesuaikan dengan kondisi perusahaan dalam pertimbangan biaya penyesuaian. Jika biaya penyesuaian lebih kecil dari pada biaya pada penyimpangan maka perusahaan akan memutuskan untuk merubah komposisi struktur modalnya guna mencapai struktur modal yang optimal.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa estimasi GMM yang di gunakan untuk mengestimasi model PAM adalah signifikan dan model dapat intreprasikan. Variabel likuiditas, peluang pertumbuhan, cash flow volality dan earning volality merupakan determinan kinerja keuangan yang mampu menjadi target dari struktur modal optimal. Variabel-variabel ini bisa di gunakan sebagai pertimbangan pengambil keputusan ketika perusahaan akan menyesuaikan struktur modalnya. Dan variabel variabel ini lah yang juga menjadi indikator untuk estimas struktur modal optimal yang akan datang pada periode berikutnya. Variabel peluang pertumbuhan, liquiditas dan eraning volality mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal, cash flow volality mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal optimal. Sementara Profitabilitas pada sektor kesehatan tidak berpengaruh terhadap struktur modal optimal.

Pada awalnya perusahaan mengestimasi bahwa profitabilitas, liquiditas, peluang pertumbuhan cash flow volality dan earning volality merupakan faktor dari struktur modal optimalnya. Akan tetapi ternyata setelah di uji dengan model PAM menggunakan data sektor kesehatan faktor profitabilitas tidak berpengaruh. Di duga ada efek dari variabel profitabilitas yang menyebabkan ada penyimpangan.

Respon perusahaan sektor kesehatan untuk kembali pada struktur modal optimal di tunjukan oleh nilai kecepatan atau SOA dengan estimasi GMM antara 41,73% (SYS GMM = $1 - 0.5821 = 0.4179$) sampai 43.18% (FD GMM = $1 - 0.5682 = 0.4318$). Hasil ini mendekati penelitian lain seperti (Nosita, 2012) 40.7%, (G Oka 2012) 40%, (Gilbert, Anastasia, & Utomo, 2022) 53.43% pada perusahaan real estate Indonesia.

Perbedaan SOA ini adalah tergantung kemampuan biaya penyesuaian perusahaan. Seperti halnya hasil penelitian ini memberikan SOA SYS GMM 43.18 % bila dibandingkan dengan penelitin Nosita 40.7% tidak terlalu jauh berbeda akan tetapi SOA pada penelitian sektor kesehatan lebih cepat di bandingkan dengan SOA pada penelitin Nosita. Artinya Biaya penyesuaian sektor kesehatan untuk mencapai kembali pada struktur modal

optimalnya lebih kecil. Sedangkan Half lives pada penelitian ini 1.2 tahun sampai 1.3 tahun, dengan kata lain perusahaan akan mencapai struktur modal optimalnya dengan indikator tersebut butuh waktu sekitar 1.2-1.3 tahun untuk kembali ke leverage yang di targetkan.

Peluang Pertumbuhan

Koefisien variabel peluang pertumbuhan negatif dan signifikan. Arah negatif mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki peluang untuk pertumbuhan tinggi akan mengurangi utangnya karena perusahaan pada saat pertumbuhan tinggi memerlukan banyak modal. Akibatnya pada kondisi ini menyebabkan aliran kas perusahaan kurang stabil sehingga kemampuan untuk membayar rutin menjadi kurang, ketidakpastian keuangan perusahaan juga menghindari risiko keuangan yang terkait dengan tingkat utang yang tinggi terutama situasi ketidakpastian ekonomi atau industri. Peluang pertumbuhan yang lebih tinggi memerlukan investasi modal yang signifikan. dalam hal ini perusahaan memilih membiayai peluang pertumbuhan tersebut dengan menggunakan ekuitas seperti emisi saham baru daripada meningkatkan hutang. ini dapat menjaga fleksibilitas financial perusahaan dan menghindari terlalu bergantung pada pembayaran bunga. (Ozkan, 2001), menemukan bahwa jumlah hutang yang dikeluarkan oleh perusahaan berbanding terbalik dengan pertumbuhan perusahaan

Liquiditas

Liquiditas berpengaruh negatif dan signifikan dengan struktur modal optimal. Secara teoritis, hubungan positif antara likuiditas perusahaan dan rasio hutang; perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi (aset jangka pendek yang besar), karena kemampuan mereka untuk melunasi hutang. Di sisi lain, teori pecking order menunjukkan bahwa perusahaan dengan likuiditas tinggi akan dapat menggunakan dana internalnya untuk membiayai investasinya (Khémiri & Noubbigh, 2018). Dengan kata lain, hubungan negatif antara leverage dan likuiditas diharapkan karena perusahaan dengan lebih banyak hutang dikaitkan dengan kewajiban yang lebih tinggi dan sisa aset lancar yang lebih rendah

Cash Flow Volality

Cash Flow Volality berpengaruh positif dengan struktur modal optimal. Adanya pengaruh yang positif antara cash flow volality dan leverage ini merupakan temuan yang menarik dalam keputusan keuangan perusahaan. Karena secara konsep volalitas arus kas akan cenderung mengurangi tingkat leverage. Ada faktor-faktor yang menjadikan penelitian berpengaruh positif seperti strategi pertumbuhan dimana perusahaan lebih cenderung memanfaatkan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal ketika perusahaan menghadapi fluktuasi arus kas yang signifikan, Walaupun arus kas bervariasi perusahaan masih yakin memiliki peluang pertumbuhan yang baik yang bisa didanai melalui utang.

Earning Volality

Earning volality berpengaruh negatif dengan struktur modal optimal. Secara konseptual, volatilitas laba tinggi mengakibatkan perusahaan relatif tidak mampu menerbitkan hutang atau ekuitas karena investor dan pemberi pinjaman tidak mau menaruh uang mereka di perusahaan dengan risiko gagal bayar atau kebangkrutan yang tinggi (Moradi & Paulet, 2018). Perusahaan dengan volatilitas pendapatan yang tinggi memiliki risiko bahwa tingkat pendapatan mereka mungkin turun di bawah komitmen pembayaran hutang. Kejadian yang tidak menguntungkan tersebut dapat mengakibatkan pengaturan ulang pendanaan dengan biaya yang lebih tinggi atau menghadapi risiko kebangkrutan.

4. KESIMPULAN

Model struktur modal dinamis dengan pendekatan Parsial adjustment model dapat diterapkan pada sektor kesehatan yang listing di Bursa Efek Indonesia. Secara rata-rata perusahaan sektor kesehatan struktur modalnya masih di bawah struktur modal optimalnya. Dengan demikian struktur modal sektor kesehatan sesuai dengan teori Dynamic Trade Off Theory. Perusahaan masih bisa melakukan penambahan hutang sepanjang tambahan manfaat lebih besar dari biaya bunga hutang.

Signifikansi dari penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat peluang pertumbuhan tinggi, liquiditas yang tinggi dan earning volatility yang tinggi ketika ada peluang investasi maka menghindari resiko maka penggunaan dana internal yang optimal. Adanya pengaruh yang positif antara cash flow volatility dan leverage ini merupakan temuan yang menarik dalam keputusan keuangan perusahaan. Karena secara konsep volatilitas arus kas akan cenderung mengurangi tingkat leverage. Ada faktor-faktor yang menjadikan penelitian berpengaruh positif seperti strategi pertumbuhan dimana perusahaan lebih cenderung memanfaatkan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal ketika perusahaan menghadapi fluktuasi arus kas yang signifikan, Walaupun arus kas bervariasi perusahaan masih yakin memiliki peluang pertumbuhan yang baik yang bisa didanai melalui utang.

Hasil penelitian ini dengan pendekatan PAM, bahwa faktor struktur modal optimal yang pada awalnya sudah diidentifikasi sebagai faktor dari target struktur modal optimal dapat memberikan sumbangan pada model dalam menganalisis arah adanya penyimpangan dari struktur modal optimal, dan arah respon dari penyimpangan untuk kembali pada keputusan menuju struktur modal optimalnya yang ditunjukkan oleh hasil yang signifikan dari faktor penentu struktur modal optimalnya. Akan tetapi model ini belum mengkonfirmasi faktor struktur modal optimal yang mana yang mampu meningkatkan terhadap percepatan struktur modalnya. Dengan demikian pada peneliti selanjutnya diharapkan dapat membuat model yang mampu mengkonfirmasi faktor struktur modal optimal yang dapat memberikan efek terhadap perubahan percepatan struktur modal.

5. REFERENCES

- Bhaduri, S. N. (2002). Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector. *Applied financial economics*, 12(9), 655-665.
- Cahyaningdyah, D. (2017). Trade Off Theory Dan Kecepatan Penyesuaian Ke Arah Target Leverage. *BISMA, Bisnis Dan Manajemen*, 9(2), 69-79.
- Dewi, N. K. S. M., & Badjra, I. B. (2012). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Tangibility Assets, Ukuran Perusahaan Dan Pajak Terhadap Struktur Modal. 3017-3033.
- Dewi, S., & Ramli, I. (2016). Struktur Modal Pendekatan Dinamis Perusahaan Otomotif Dan Kompenennya Saat Krisis Global 2008. *Jurnal Ekonomi*, 21(3), 360-374.
- Elviana, D., Rismala, L. I., & Sunardi, N. (2021). Analisis Penetapan Struktur Modal yang Optimal untuk. *Jurnal Sekuritas*, 5(1), 13-24.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The journal of finance*, 44(1), 19-40.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-Off And Pecking Order Theories Of Debt*. In *Handbook of Corporate Finance Empirical Corporate Finance* (Vol. 2). <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies : an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69.
- Gilbert, A., Anastasia, N., & Utomo, C. (2022). Speed Of Adjustment Pada Perusahaan Properti Dan Real Estat Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia. *Dimensi Utama Teknik*

- Sipil*, 9(1), 43–59. <https://doi.org/10.9744/duts.9.1.43-59>
- Hafidzi, A. H. (2016). Analisis Komposisi Struktur Modal Optimum Pada Pt. XI Axiata Tbk. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Indonesia*, 2(1), 106–120.
- Jiang, X., Shen, J. H., Lee, C., & Chen, C. (2021). Supply-Side Structural Reform And Dynamic Capital Structure Adjustment: Evidence From Chinese-Listed Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101482. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101482>
- Khémiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150-159. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.010>
- 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>
- Nosita, F. (2016). Struktur modal optimal dan kecepatan penyesuaian: Studi empiris di bursa efek indonesia. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi dan Keuangan)*, 20(3), 305-324.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of business finance & accounting*, 28(1-2), 175-198.
- Susilawati, C. E., Wijayanti, R., & Martono, C. (2020). Speed Of Adjustment Pada Struktur Modal : Analisis. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 22(1), 121–128.
- Warmana, G. O., & Widnyana, I. W. (2016). Determinan dan kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan pada sektor pertanian di bursa efek indonesia. *Agrimeta*, 6(12), 10-17.