

STRUKTUR KEUANGAN : STUDI PERBANDINGAN ANTARA PERUSAHAAN DI SURABAYA DAN PERUSAHAAN TIDAK TERDAFTAR

Fajar Purwanto
Fakultas Ekonomi, Universitas Mayjen Sungkono Mojokerto
fajar.purwanto@gmail.com

Email :

Received : June 19 th 2019	Revised : aug 17 th 2019	Accepted : Sep 2 th 2019
---------------------------------------	-------------------------------------	-------------------------------------

ABSTRAK

Secara rinci, kami melakukan analisis diferensial dari struktur keuangan, yang diukur sebagai rasio hutang terhadap ekuitas (D / E), membandingkan perusahaan yang terdaftar di Eropa dengan perusahaan sejenis yang tidak terdaftar. Analisis mencakup periode 2015-2017. Sampel utama perusahaan yang terdaftar dan tidak terdaftar dikelompokkan dalam sembilan sub sampel yang mewakili banyak sektor ekonomi: Kesehatan, Siklus konsumen, Konsumen non-siklus, Energi, Industri, Bahan dasar, Teknologi, Telekomunikasi dan Utilitas. Kami membandingkan nilai rata-rata rasio hutang terhadap ekuitas untuk perusahaan yang terdaftar dan tidak terdaftar, untuk sektor yang berbeda untuk memverifikasi apakah di perusahaan yang terdaftar kejadian hutang lebih rendah daripada untuk perusahaan yang tidak terdaftar seperti yang dinyatakan dari literatur mayoritas. Kemudian, kami menghitung perbedaan antara mean sebagai "sarana D / E untuk perusahaan yang terdaftar - sarana D / E untuk perusahaan tidak terdaftar" dan kami menggunakan uji-t untuk mengamati signifikansi statistik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perbedaan antara mean signifikan pada tingkat 1%: jadi, rasio D / E rata-rata sebanding dan tampaknya hampir selalu lebih besar untuk perusahaan yang tidak terdaftar. Ini menegaskan bahwa perusahaan yang tidak terdaftar memanfaatkan modal hutang lebih besar.

Kata Kunci: *Struktur Keuangan, Hutang, Ekuitas, Pencatatan Saham, Perusahaan Terdaftar, Perusahaan Tidak Terdaftar*

PENDAHULUAN

Perusahaan memilih sumber pendanaan dengan memperhatikan keuntungan dan kerugian dari proses maksimalisasi nilai, serta tingkat keselarasan dengan kebutuhan keuangan dalam kaitannya dengan waktu arus pengembalian yang mendasari aset. Hal ini diperlukan untuk mencegah antisipasi sementara terhadap arus keluar yang terkait dengan remunerasi dan pengembalian modal sehubungan dengan arus masuk yang dihasilkan oleh investasi; Padahal, jika persyaratan ini tidak dipenuhi, perusahaan mungkin tidak dapat memenuhi kewajibannya terhadap pemberi pinjaman.

Dari sudut pandang ini, keuntungan bagi perusahaan adalah memiliki uang tanpa batas waktu pembayaran yang tetap (Ou & Haynes, 2006). Para pemegang saham diberi remunerasi sesuai dengan arus kas yang disediakan oleh manajemen dan, sebagai hasilnya, bisnis dapat mengandalkan fleksibilitas yang lebih besar, dibandingkan dengan apa yang terjadi dengan hutang yang lebih statis. Ringkasan ekuitas mengurangi risiko bisnis, membuat arus kas bebas ke ekuitas kurang stabil dan dengan demikian meningkatkan nilai bagi pemegang saham.

Dalam pengertian modal risiko, pilihan harus dibuat antara kontribusi pemilik, pembiayaan sendiri, dan penggunaan pasar saham. Dua yang pertama adalah pendekatan paling andal untuk mengoptimalkan nilai pemegang saham. Itu karena jalan lain ke bursa dan konsekuensi penerbitan saham tambahan akan menyebabkan dilusi kepemilikan dan kekuasaan. Untuk mempertahankan kekuasaan perusahaan, pemilik-manajer dapat memilih untuk meminjam dalam bentuk hutang daripada meningkatkan modal saham dan menerima sumber daya tambahan sebagai ekuitas.

TINJAUAN PUSTAKA

Beberapa sarjana telah mempelajari keputusan tentang kerangka keuangan. Berkenaan dengan hutang,

pilihan antara jangka pendek dan menengah dipengaruhi oleh keuntungan dan kerugian modal finansial (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007). Secara umum, hutang jangka pendek memiliki tingkat bunga nominal yang lebih rendah dan mudah beradaptasi dengan kebutuhan keuangan perusahaan tetapi memiliki tingkat resiko yang lebih tinggi (Jun & Jen; 2003). Dianggap bahwa perusahaan yang lemah harus mendukung hutang jangka panjang, karena keuntungan jangka pendek dianggap tidak memadai untuk mengkompensasi risiko tambahan (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007).

Di luar parameter umum yang akan menentukan keputusan tentang struktur keuangan, pilihan dipengaruhi oleh berbagai variabel, seperti fase siklus hidup, skala, profitabilitas, ketersediaan agunan, struktur kepemilikan, sektor di mana perusahaan, milik dan posisi geografis (Abdulsaleh & Worthington, 2013; Guiso, 2003).

Berkaitan dengan siklus hidup, dalam proses start up, kebutuhan finansial terkait dengan kebutuhan untuk merumuskan dan mengembangkan proyek, membangun modal kerja dan merencanakan kapasitas produksi. Investasi untuk pengembangan proyek (yaitu untuk penelitian dan pengembangan, analisis pemasaran, dan pemilihan staf) tidak terlalu besar pada tahap ini; struktur manufaktur (yaitu mesin, pabrik dan peralatan) lebih konsisten dan investasi dalam modal kerja kurang lebih penting tergantung pada operasi usaha. Pada langkah ini, hasil ekonomi negatif, mengingat volume penjualan yang tidak memadai untuk menutupi biaya tetap. Akibatnya, organisasi tidak dapat mengandalkan pembiayaan sendiri dan harus memenuhi kebutuhan keuangan hanya dari sumber eksternal. Namun, pada titik ini, pendanaan bank seringkali tidak dapat diakses karena arus kas negatif, terutama ketika bisnis tidak memiliki aset yang tersedia untuk dipinjamkan sebagai jaminan. Akibatnya, modal risiko yang

berasal dari luar merupakan pilihan yang diperlukan untuk memulai sebuah perusahaan (Caselli, 2003). Biasanya, modal risiko yang berasal dari luar ditentukan oleh ekuitas yang berasal dari aset pemilik. Jika belum mencukupi, jelas perusahaan harus memiliki akses ke pasar saham. Bisnis mengalami kesulitan serupa dalam proses pengembangan, termasuk investasi dalam inovasi, terutama ketika pembiayaan sendiri tidak cukup untuk memenuhi kebutuhan keuangan terkait. Dalam proses ini, penggunaan kredit bank juga menunjukkan faktor kritis yang kuat karena tingginya risiko yang terkait dengan usaha yang akan diperkenalkan dan imaterialitas dari investasi, yang membuat remunerasi mereka tidak pasti (Corigliano, 2001). Akibatnya, terdapat kebutuhan yang jelas akan ekuitas yang akan diperoleh dari pasar modal dan didedikasikan untuk pendanaan inovasi.

Di tahun-tahun berikutnya, jika organisasi terus mencapai margin yang signifikan, sumber daya yang diciptakan oleh manajemen dan tidak terpecah-pecah akan meningkatkan pemberian modal. Selain itu, dengan restrukturisasi operasi, perusahaan akan memiliki akses ke kredit dagang, kredit bank dalam berbagai metode pembiayaan jangka pendek, menengah dan panjang, serta transaksi sewa guna usaha untuk investasi dalam kapasitas produksi dan pelepasan modal kerja (Ray & Hutchinson, 1983).

Mempertimbangkan faktor ukuran, usaha kecil dan menengah dihadapkan pada kendala likuiditas yang rendah, yang memaksa mereka untuk mengandalkan sumber pembiayaan dari luar, terutama dalam bentuk hutang (Bates, 1964; Keown dkk., 2005; Ray & Hutchinson, 1983). Namun, ukuran kecil juga mempengaruhi aksesibilitasnya ke pembiayaan eksternal: penggunaan dana eksternal untuk usaha kecil dan menengah lebih mahal dan rumit, seperti yang ditunjukkan oleh banyak bukti empiris yang menunjukkan bahwa usaha kecil dan menengah tidak memiliki kesamaan sumber pendanaan sebagai

perusahaan besar untuk terlibat dengan sistem keuangan (Bates, 1964; Osteryoung dkk., 1997).

Akibatnya, mengingat tidak tersedianya beberapa jenis pendanaan dan mengingat kompleksitas dan keterbatasan yang meningkat dalam penggunaan dana, usaha kecil dan menengah seringkali dapat hanya mengandalkan modal saham yang terbatas pada ketersediaan pemilik dan pembiayaan sendiri (McLaney, 2006) karena sulitnya mengakses sumber daya di pasar saham. Kesimpulannya, perusahaan kecil dan menengah berjuang dan tidak memilih kerangka keuangan (Ayyagari, t.t.; Beck & Demirguc-Kunt, 2006, 2006; Carpenter & Rondi, 2000).

Asimetri pengetahuan merupakan faktor penting dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan. Untuk sebagian besar bisnis, hubungan yang dibentuk dengan pemberi pinjaman ditentukan oleh asimetri informasi karena tidak semua informasi yang tersedia untuk perusahaan dibagikan dengan pemberi pinjaman. Asimetri pengetahuan adalah akar dari seleksi yang merugikan: selama proses sebelum negosiasi pendanaan, ketersediaan informasi yang lebih besar oleh pemberi pinjaman menciptakan ketidakseimbangan kontrak dan perilaku oportunistik, mendistorsi informasi atau memilih informasi untuk hanya menyampaikan informasi itu tidak membahayakan status pemberi pinjaman. Asimetri kontrak berkontribusi pada moral hazard ketika, setelah berakhirnya pengaturan pinjaman, debitur meneruskan kepada kreditur informasi yang tidak sesuai dengan situasi pasar saat ini atau penyesuaian aktual yang telah mempengaruhi solvabilitas perusahaan dalam waktu setelah perundingan.

Transfer pengetahuan langsung oleh peminjam dipengaruhi oleh kecenderungan inherennya untuk menutupi sebagian risiko bisnis untuk mengamankan pinjaman atau untuk mengoptimalkan persyaratan kontrak untuk keuntungannya. Berdasarkan

asumsi ini, pemberi pinjaman dapat mengurangi asimetri informasi dengan menerima sinyal tertentu dari perusahaan (yaitu kesediaan untuk berinvestasi dalam proyek atau perusahaan adalah konfirmasi kualitas proyek yang sebenarnya).

Oleh karena itu, terdapat hubungan terbalik antara kemungkinan akses ke berbagai cara pendanaan eksternal dan tingkat asimetri pengetahuan: dalam kasus yang parah asimetri informasi penuh (yaitu tidak tersedianya informasi mutlak untuk pemberi pinjaman) organisasi kemungkinan besar tidak akan mampu menggunakan sarana eksternal untuk menemukan sumber keuangan dan mungkin bergantung sepenuhnya pada pembiayaan sendiri untuk menutupi modalnya sendiri.

Asimetri pengetahuan oleh karena itu mempengaruhi pilihan struktur keuangan seperti yang biasa dijelaskan dalam Pecking Order Theory, yang menurutnya, dengan adanya distribusi informasi yang tidak teratur antara orang dalam dan orang luar, penggunaan pembiayaan eksternal memiliki dampak pensinyalan pada pasar (Leland & Pyle, 1977; Myers & Majluf, 1984; Ross, 1977). Dari sudut pandang ini, pemberi pinjaman asing tidak akan dapat menilai nilai pasti dari sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan untuk melakukan usaha dan akuisisi baru, sehingga mereka akan berasumsi bahwa manajemen perusahaan akan memutuskan untuk kepentingan pemegang saham yang ada. Masalah saham di masa depan akan dipahami oleh pasar sebagai upaya untuk mengalihkan nilai dari pemegang saham baru ke pemegang saham yang ada, sehingga saham akan ditempatkan pada harga yang jauh lebih rendah daripada pasar, sehingga merugikan pendapatan pemegang saham.

Akibatnya, manajer cenderung mengurangi penggunaan ekuitas eksternal dengan memberikan preferensi pada sumber pendanaan lain yang dianggap lebih sesuai untuk keamanan nilai pemegang saham. Preferensi

diberikan pada pembiayaan sendiri dan modal hutang lebih disukai hanya jika terjadi kekurangan pembiayaan sendiri.

Juga masalah sekuritas hutang atau penggunaan hutang bank mengasumsikan nilai sinyal pasar dalam hal transfer nilai dari kreditor kepada pemegang saham. Bisnis yang berhutang terus menempatkan hutang baru dengan persyaratan yang sama seperti hutang yang diterbitkan sebelumnya, sehingga mengurangi nilai pasar hutang saat ini. Dengan asumsi ini, perusahaan dapat memposisikan utangnya hanya dengan menerima tingkat bunga yang lebih tinggi yang diminta oleh pemberi pinjaman.

Penggunaan hutang tambahan juga dapat menandakan transfer kekayaan dari peminjam ke pemilik karena dimaksudkan untuk investasi dengan pengembalian yang lebih tidak terduga daripada yang sudah dilakukan atas dasar yang, sebaliknya, tingkat suku bunga yang ditetapkan. Bahkan dalam kasus ini, sinyal tersebut dapat mengarahkan pemberi pinjaman untuk meminta suku bunga yang lebih tinggi untuk edisi baru daripada harga pasar.

Semacam hierarki terstruktur dalam pilihan sumber pembiayaan: pembiayaan sendiri lebih disukai daripada utang, asalkan sumber daya yang berasal dari internal tidak memerlukan biaya agensi yang dapat dikaitkan dengan utang karena asimetri pengetahuan antara pengusaha dan pemberi pinjaman (Fama & Miller, 1972; Jensen & Meckling, 1976). Di antara sumber-sumber eksternal, utang lebih disukai daripada ekuitas, baik karena kreditor, yang mampu menahan asimetri pengetahuan dan meminimalkan biaya agensi dengan penyaringan sistematis dan pelacakan posisi yang diambil, bersedia mempertimbangkan kenaikan suku bunga yang lebih terkandung, dan karena kreditor, memiliki menerbitkan pinjaman, secara implisit mengirimkan sinyal positif ke pasar tentang masalah suku bunga.

Oleh karena itu, asimetri pengetahuan penting dalam proses

permulaan karena dapat menghalangi kemungkinan pendanaan eksternal dan mengkondisikan kelangsungan hidup bisnis atas modal finansial pendiri atau asetnya untuk diberikan sebagai jaminan (Carpenter & Rondi, 2000; Holtz-Eakin dkk., 1994). Asimetri pengetahuan cenderung kuat dalam proses pertumbuhan dalam siklus hidup. Bisnis dapat menggunakan kredit bank dan modal risiko kepada pemodal ventura yang, berdasarkan karakteristik mereka dan berdasarkan metode intervensinya, berada dalam posisi untuk mengurangi defisit pengetahuan perusahaan target. Dalam proses restrukturisasi, organisasi mampu memberikan rincian yang cukup kepada dunia luar, kredibilitasnya tumbuh dan pasar saham dapat ditangani secara langsung melalui penerbitan obligasi, pencatatan dan penempatan saham baru. Hal ini didukung oleh berbagai bukti empiris yang menunjukkan bagaimana hutang menurun dengan bertambahnya umur usaha, sehingga perusahaan yang berumur lebih panjang menunjukkan kejadian ekuitas yang lebih tinggi (Berger & Udell, 1998).

Asimetri informasi menjelaskan, bersama dengan alasan lain, perbedaan dalam struktur keuangan antara UKM dan perusahaan lain, mengingat ketidakjelasan informasi yang menjadi ciri mereka (Berger & Udell, 1998). Dalam usaha kecil dan menengah, sebagian besar informasi tetap internal, tidak memerlukan batasan audit laporan keuangan maupun kewajiban pengungkapan perusahaan tercatat. Selain itu, kesalahpahaman yang biasanya ada antara operasi perusahaan dan lingkungan pribadi pemilik tidak berkontribusi pada pertukaran informasi dengan pihak luar tentang bagaimana hal ini terjadi dalam unit keluarga.

Kejelasan yang lemah dalam pengungkapan membuat solusi eksternal penting dan kondisi pilihan struktur keuangan (Berger & Udell, 1998). Utang bank menang di antara sumber-sumber eksternal, membuatnya lebih mudah untuk melacak dominasi utang jangka

pendek. Pada kenyataannya, hutang jangka pendek adalah cara yang efisien untuk menangani masalah pengetahuan asimetris karena perusahaan harus membayar hutang dan biaya terkait dalam jangka waktu yang lebih pendek (Myers, 1977). Beberapa penelitian membandingkan struktur keuangan emiten dan emiten, menyimpulkan bahwa emiten memiliki leverage keuangan yang lebih rendah (Asker dkk., 2015; Brav, 2009; Capasso dkk., 2007; Gao dkk., 2013; Kopyakova, 2017; Rondi dkk., 1994; Schoubben & Van Hulle, 2004).

Tren ekonomi dapat berpengaruh pada struktur keuangan. Misalnya, pada tahun 2007, bank mengurangi operasinya, memberikan pinjaman dengan persyaratan yang lebih ketat, menaikkan suku bunga, atau meminta lebih banyak jaminan. Alasan di balik tindakan ini adalah karena menipisnya sumber daya mereka karena kerugian akibat krisis hipotek dan pertanyaan mengenai solvabilitas pelanggan mereka. Credit crunch awalnya mempengaruhi semua perusahaan, dipimpin oleh perusahaan kecil dan menengah. Pada tahun-tahun berikutnya, penurunan pinjaman dipengaruhi oleh kontraksi lebih lanjut dalam pemberian kredit kepada bisnis karena persepsi risiko yang lebih tinggi, mengingat evolusi aktivitas ekonomi secara keseluruhan. Hal ini juga berkontribusi pada kenaikan suku bunga pinjaman. Kontraksi kredit perbankan membuat perusahaan semakin rentan memperburuk profil risikonya. Demikian pula, karena kekhawatiran akan inflasi dan kebijakan moneter yang lebih ekspansif terjadi pada perekonomian, ada penurunan dalam pengembalian jangka panjang dan pembatasan keinginan untuk berinvestasi di pasar ekuitas. Hal ini berdampak pada penurunan akses ekuitas, lebih banyak pada emiten daripada emiten, mengingat penggunaan pasar yang semakin meningkat oleh emiten. Bagaimanapun juga, pergeseran dalam struktur keuangan, karena krisis kredit atau karena perasaan belanja modal yang negatif, tidak memiliki

relevansi yang sama antar perusahaan dan mengambil berbagai intensitas tergantung pada operasinya.

METODE PENELITIAN

Pekerjaan ini terdiri dari studi diferensial dari struktur keuangan dari perusahaan yang terdaftar relatif terhadap yang tidak terdaftar. Metodologi metodologi sama dengan data empiris lainnya, dari mana data itu bervariasi, dan karenanya merupakan sifat inovatif dari bukti ini, karena ia mengisolasi perbedaan yang diamati dari waktu ke waktu dari rasio D / E dan karena sektor tempatnya, menggunakan sampel survei untuk berbagai sektor.

Rasio digunakan untuk mengukur leverage keuangan suatu bisnis. Rasio D / E merupakan indikator penting yang digunakan dalam keuangan perusahaan. Ini adalah ukuran sejauh mana perusahaan mendanai aktivitasnya dengan hutang versus dana yang dimiliki sepenuhnya. Lebih tepatnya, ini mewakili kesediaan ekuitas pemegang saham untuk menutupi semua hutang yang belum dibayar jika terjadi penurunan industri. Secara umum, perusahaan dengan rasio D / E yang tinggi dianggap memiliki risiko yang lebih tinggi bagi pemberi pinjaman dan investor karena ini menyiratkan bahwa perusahaan mendanai sejumlah besar pertumbuhan masa depan dengan meminjam. Rasio yang dianggap tinggi dapat bergantung pada sejumlah faktor, termasuk industri bisnis.

Memang, perusahaan terpengaruh dan merespons dalam berbagai cara terhadap situasi ekonomi: perusahaan siklis memperburuk dinamika pasar, sedangkan perusahaan non-siklik lebih stabil dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, perusahaan yang disurvei mungkin memiliki penilaian yang berbeda, karena mereka termasuk dalam dua industri yang terpisah dan bukan karena status terdaftar / tidak terdaftar.

Kami ingin memeriksa apakah kejadian hutang lebih rendah di perusahaan terbuka daripada di

perusahaan non-publik, seperti yang dilaporkan dalam literatur mayoritas. Dalam analisis ini, kami membandingkan dua sampel yang mewakili perusahaan yang terdaftar dan tidak terdaftar yang berasal dari database Amadeus. Populasi awal termasuk 861.878 bisnis, 4209 di antaranya disebutkan dan 857.669 bisnis tidak terdaftar. Perusahaan dibagi menjadi sembilan sub-sampel sesuai dengan sektor berikut: Kesehatan, Siklus konsumen, Konsumen non-siklus, Listrik, Industri, Bahan Dasar, Teknologi, Telekomunikasi dan Utilitas. Selain itu, mengingat rendahnya jumlah emiten berdasarkan sektor dan untuk meningkatkan relevansi temuan, pengambilan sampel dilakukan dengan memilih perusahaan dari banyak negara Eropa. Negara-negara yang termasuk dalam Indeks Stoxx Eropa 600 (Austria, Belgia, Republik Ceko, Denmark, Finlandia, Prancis, Jerman, Inggris, Irlandia, Italia, Luksemburg, Belanda, Norwegia, Portugal, Swedia, Swiss, dan Spanyol) dipilih dengan asumsi bahwa pembagian indeks ekuitas masih menyiratkan aspek afinitas antar negara itu sendiri.

Metodologi metodologi konsisten dengan bukti empiris lainnya. Namun, ini menimbulkan beberapa perbedaan karena mengisolasi variasi yang dilaporkan dari waktu ke waktu karena sektor tempat organisasi berada, menggunakan sampel survei terpisah untuk berbagai sektor. Ini karena mereka dipengaruhi dan merespon dengan berbagai cara terhadap situasi ekonomi: i. e. Perusahaan siklikal memperburuk dinamika pasar, sedangkan perusahaan non-siklus lebih tangguh dari waktu ke waktu.

Studi tersebut mencakup periode 2015-2017. Kami mengukur struktur keuangan sebagai rasio hutang / ekuitas (D / E). Rasio D / E menjadi sasaran penghapusan pencilaan untuk meningkatkan normalitas dan signifikansi statistik dari distribusi. Komposisi akhir dari kedua sampel tersebut adalah sebagai berikut:

- 2015: n. 393.678 perusahaan (2593 di antaranya terdaftar);
- 2016: n. 411.902 perusahaan (2694 di antaranya terdaftar);
- 2017: n. 260178 (termasuk 2763).

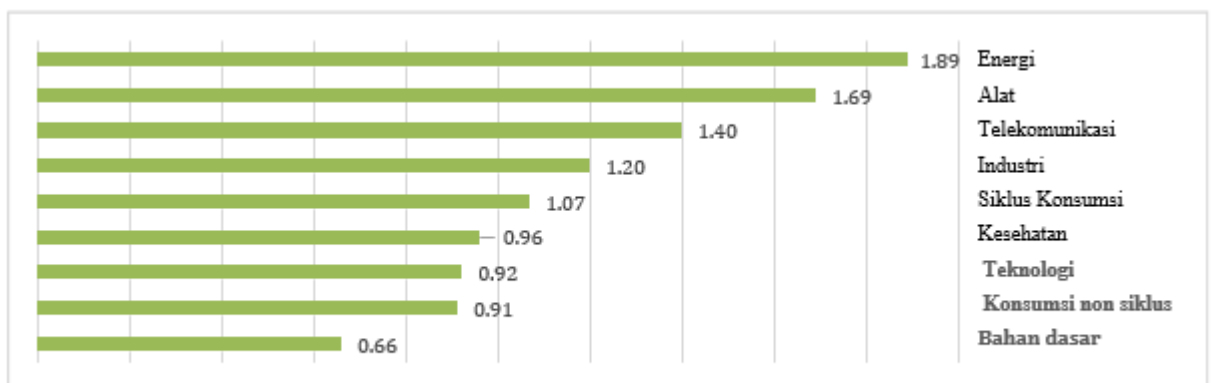
Sarana D / E kemudian ditentukan untuk setiap tahun dan untuk setiap sektor. Kami mengukur perbedaan antara mean sebagai 'D / E untuk perusahaan terdaftar-D / E untuk perusahaan tidak terdaftar': perbedaan positif menunjukkan bahwa kejadian modal hutang pada ekuitas di perusahaan terbuka lebih tinggi daripada yang terlihat untuk perusahaan tidak terdaftar dan sebaliknya jika perbedaan rata-rata adalah negatif. Kami memeriksa signifikansi statistik dari variasi antara mean yang digunakan dalam uji-t. Berdasarkan hasil uji statistik, kami membandingkan struktur keuangan emiten dengan non emiten peers.

HASIL

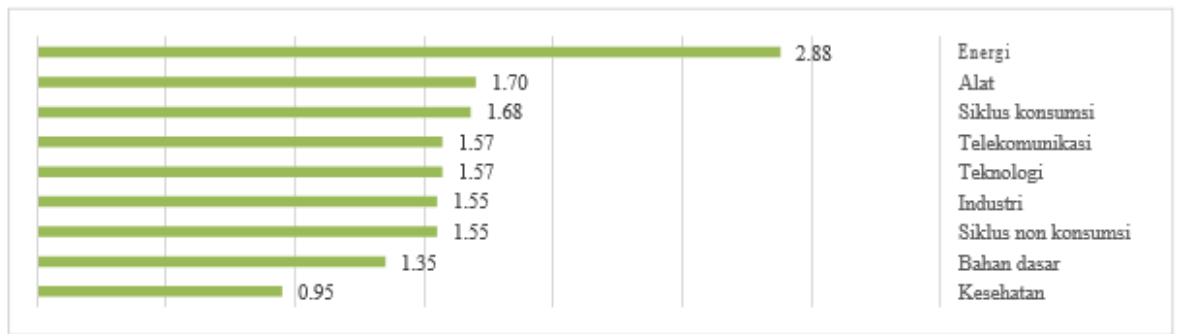
Tujuan survei ini adalah untuk mengidentifikasi perbedaan yang dilaporkan oleh struktur keuangan, secara terpisah menurut status terdaftar / tidak terdaftar, sektor dan tahun acuan. Tabel berikut menyoroti nilai rasio D / E rata-rata yang diperoleh untuk setiap bidang ekonomi dan untuk setiap tahun studi. Seperti yang dapat kita lihat, harga rata-rata untuk perusahaan yang tidak terdaftar hampir selalu lebih tinggi, yang berarti bahwa perusahaan yang tidak terdaftar memanfaatkan modal hutang dengan lebih baik. Untuk industri kesehatan dan jasa, rasio D / E emiten cenderung lebih tinggi dibandingkan emiten non emiten. Untuk perawatan kesehatan, kami menemukan insiden utang yang lebih tinggi selama tahun 2016 dan 2017, sedangkan untuk Utilitas, tingkat utang yang lebih tinggi sebanding dengan tahun 2015 dan 2016.

Tabel 1. D/E (average value): Terdaftar vs Perusahaan tak terdaftar

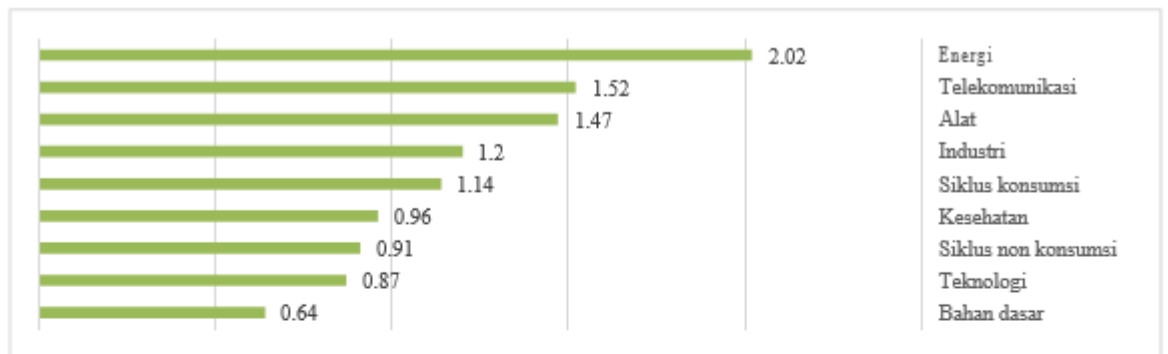
Sektor	2015		2016		2017		2015-2017	
	terdaftar	Tak terdaftar	terdaftar	Tak terdaftar	terdaftar	Tak terdaftar	terdaftar	Tak terdaftar
Kesehatan	0.96	0.98	1.00	0.96	0.93	0.92	0.96	0.95
Siklus Konsumsi	1.14	1.60	1.02	1.85	1.04	1.59	1.07	1.68
Konsumer non siklus	0.91	1.56	0.93	1.56	0.88	1.54	0.91	1.55
Energi	2.02	3.12	1.77	2.86	1.87	2.67	1.89	2.88
Industri	1.20	1.58	1.22	1.58	1.19	1.49	1.20	1.55
Bahan dasar	0.64	1.36	0.65	1.34	0.68	1.35	0.66	1.35
Teknologi	0.87	1.61	0.97	1.57	0.93	1.53	0.92	1.57
Telekomunikasi	1.52	1.53	1.34	1.56	1.33	1.57	1.40	1.55
Alat	1.47	1.34	1.71	1.55	1.89	2.22	1.69	1.70



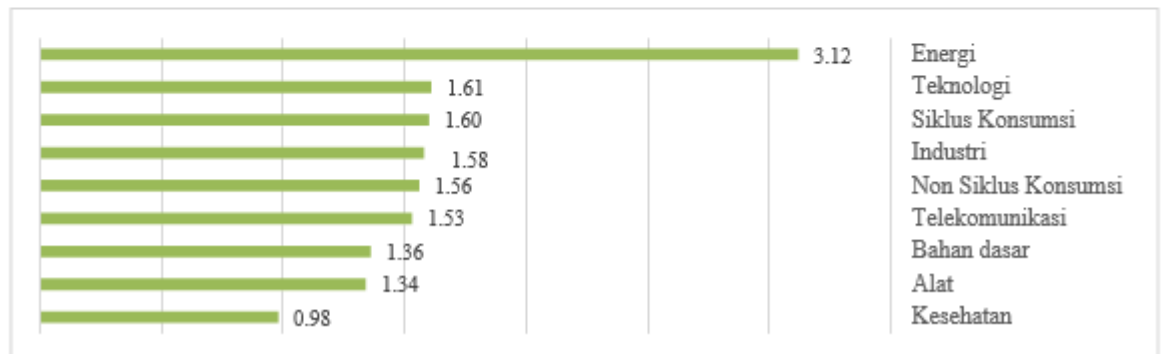
Gambar 1. D/E (average values): ranking listed companies (2015-2017)



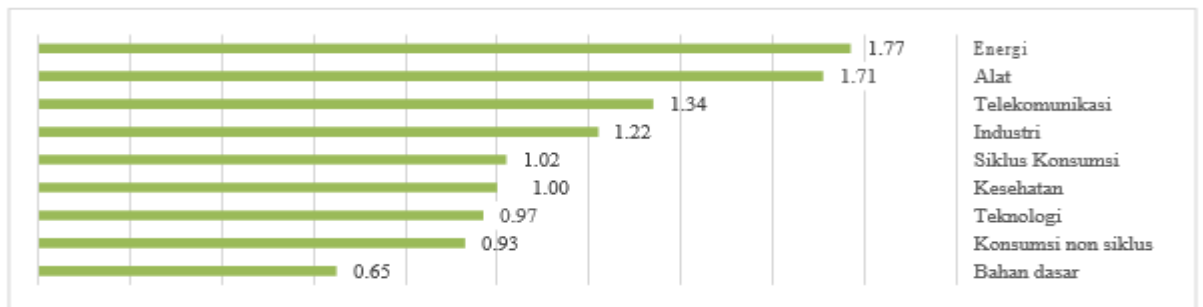
Gambar 2. D/E (average values): ranking unlisted companies (2015-2017)



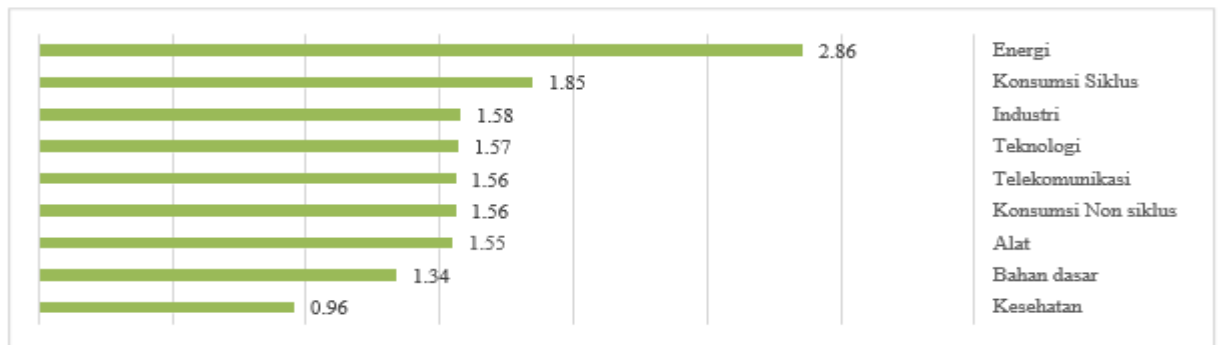
Gambar 3. D/E (average values): ranking listed companies (2015)



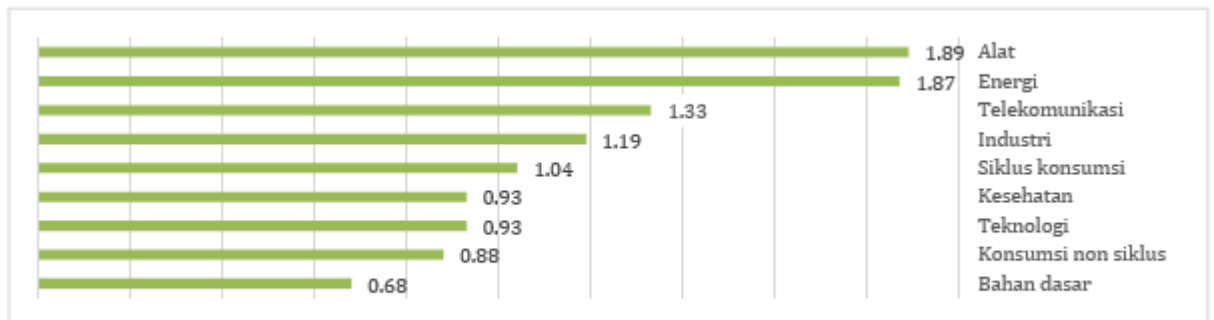
Gambar 4. D/E (average values): ranking unlisted companies (2015)



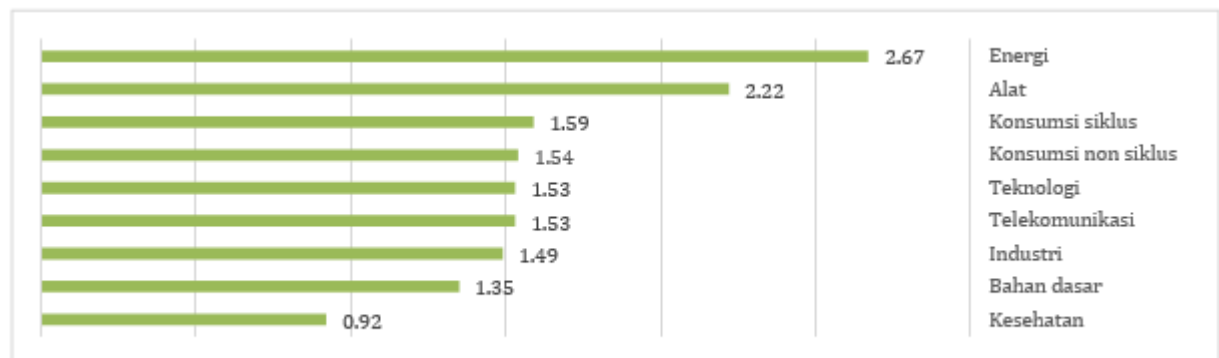
Gambar 5. D/E (average values): ranking listed companies (2016)



Gambar 6. D/E (average values): ranking unlisted companies (2016)



Gambar 7. D/E (average values): ranking listed companies (2017)



Gambar 8. D/E (average values): ranking unlisted companies (2017)

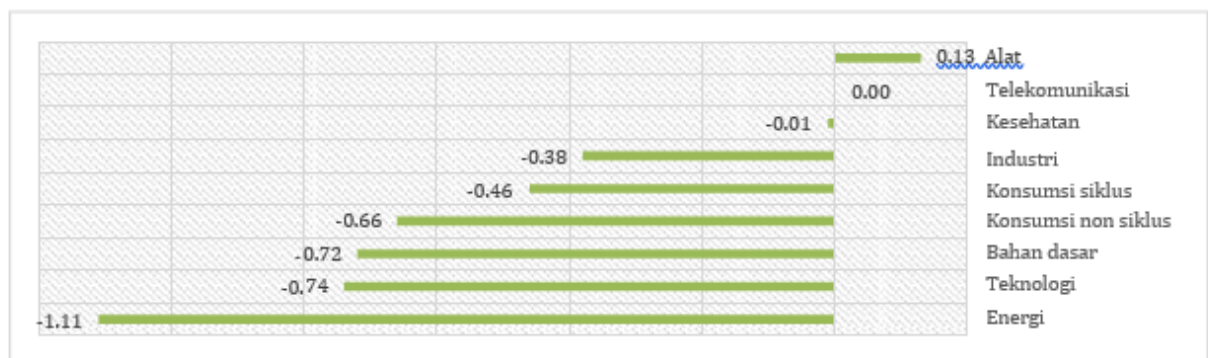
Tabel 2. D/E: difference between the means listed vs unlisted companies

Sector	2015	2016	2017	2015-2017
Kesehatan	-0.01 (0.954)	0.03 (0.890)	0.01 (0.955)	0.01 (0.931)
Konsumsi siklus	-0.46 *** (0.000)	-0.83 *** (0.000)	-0.55 *** (0.000)	-0.61 *** (0.000)
Konsumsi non siklus	-0.66 *** (0.000)	-0.63 *** (0.000)	-0.66 *** (0.000)	-0.65 *** (0.000)
-	-1.11 ** (0.011)	-1.09 *** (0.005)	-0.79 ** (0.046)	-1.00 *** (0.000)
Industri	-0.38 *** (0.000)	-0.36 *** (0.000)	-0.30 *** (0.000)	-0.34 *** (0.000)
Bahan dasar	-0.72 *** (0.000)	-0.69 *** (0.000)	-0.67 *** (0.000)	-0.70 *** (0.000)
Teknologi	-0.74 *** (0.000)	-0.59 *** (0.000)	-0.60 *** (0.000)	-0.65 *** (0.000)
Telekomunikasi	0.00 (0.972)	-0.23 * (0.091)	-0.25 ** (0.050)	-0.16 ** (0.028)
Alat	0.13 (0.556)	0.16 (0.525)	-0.33 (0.240)	-0.01 (0.896)

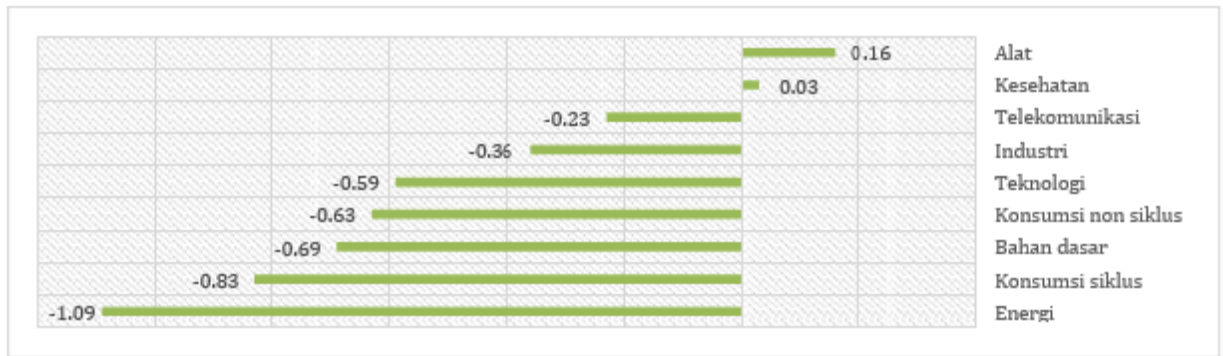
Note: significance level at *10%, **5%, ***1%.



Gambar 9. D/E: ranking difference between the means listed vs unlisted companies (2015-2017)



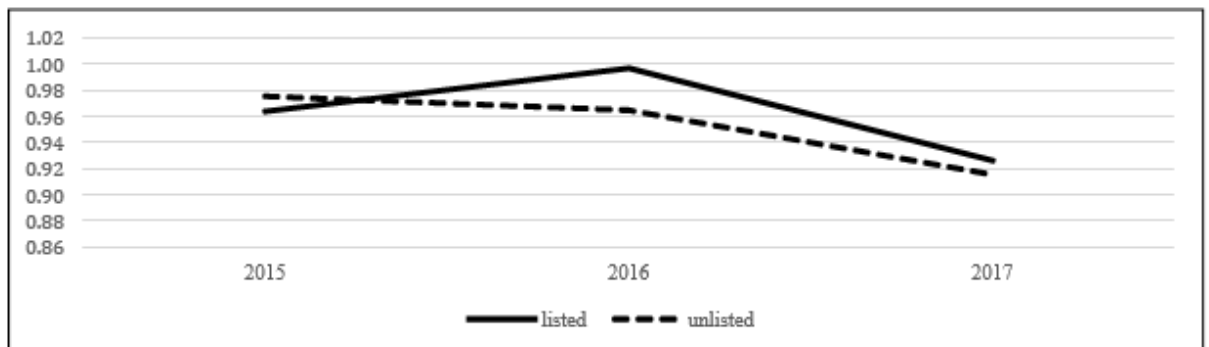
Gambar 10. D/E: ranking difference between the means listed vs unlisted companies (2015)



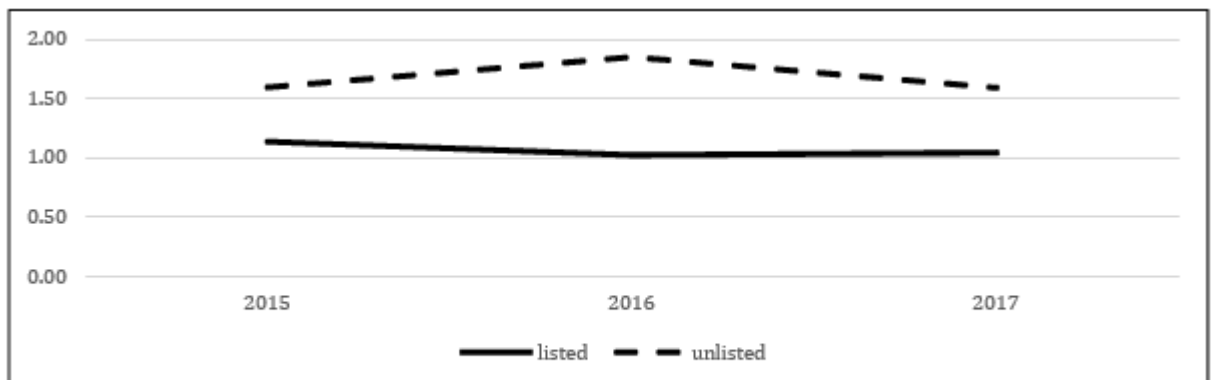
Gambar 11. D/E: ranking difference between the means listed vs unlisted companies (2016)



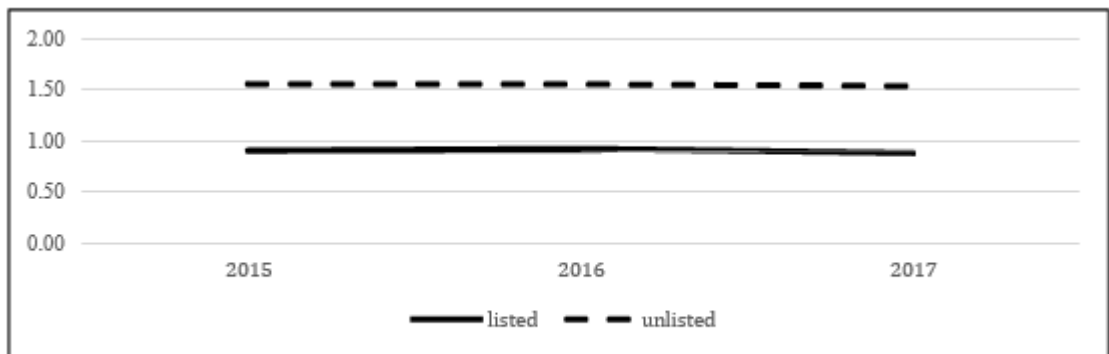
Gambar 12. D/E: ranking difference between the mean listed vs unlisted companies (2017)



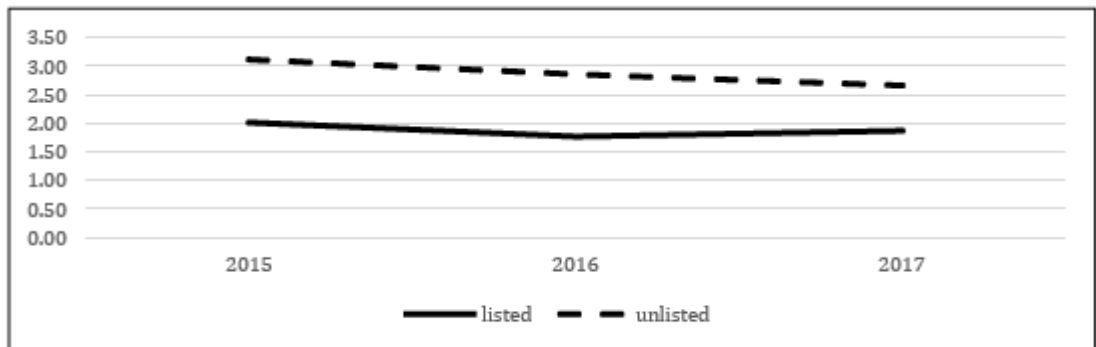
Gambar 13. Healthcare: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)



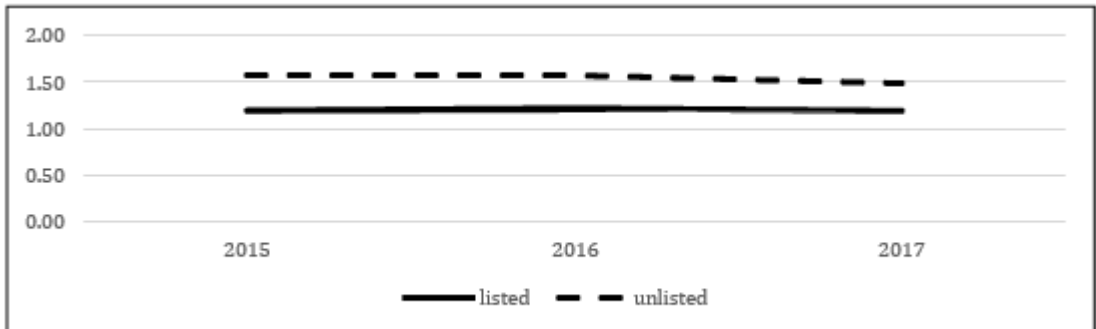
Gambar 14. Consumer cyclical: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)



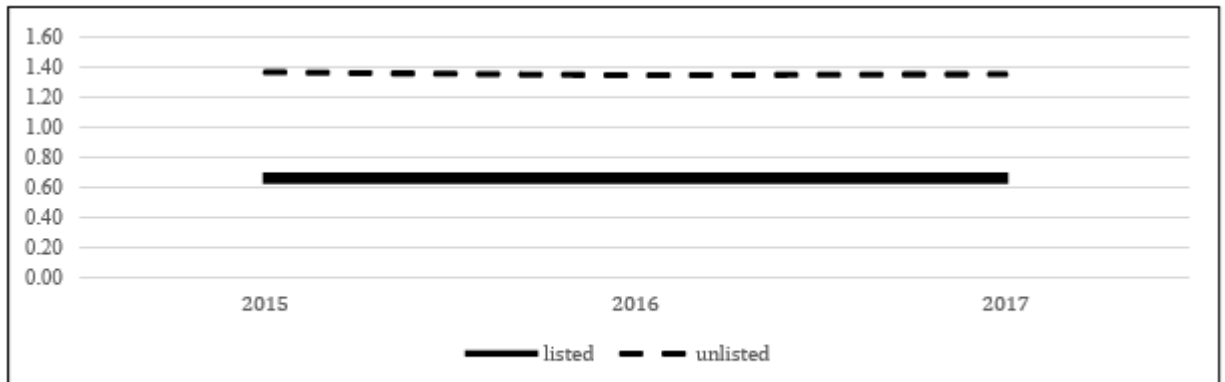
Gambar 15. Consumer non-cyclical: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)



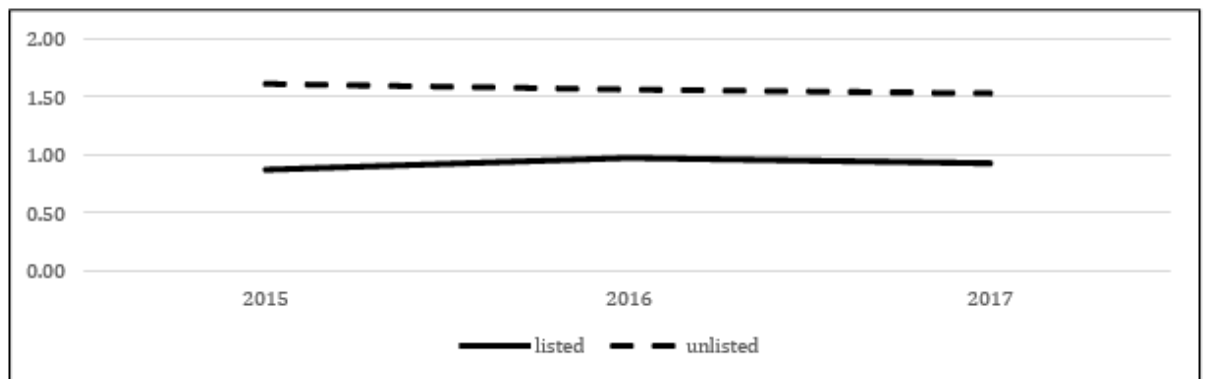
Gambar 16. Energy: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)



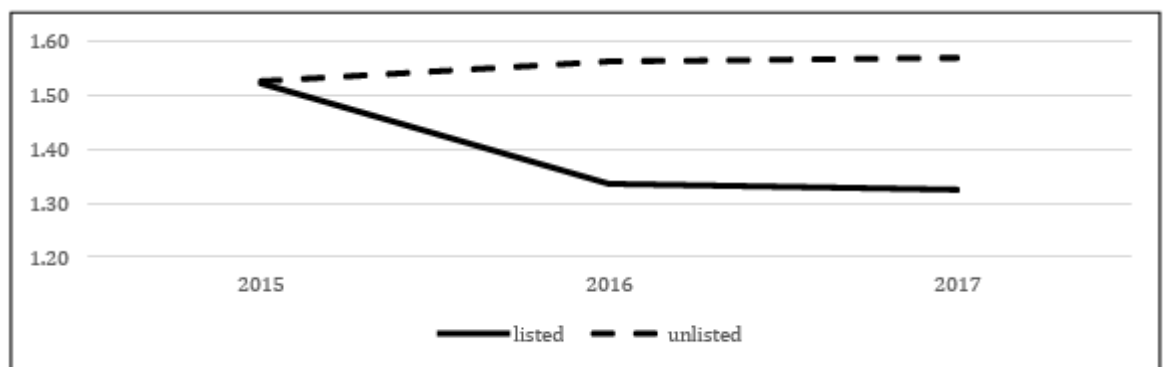
Gambar 17. Industry: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)



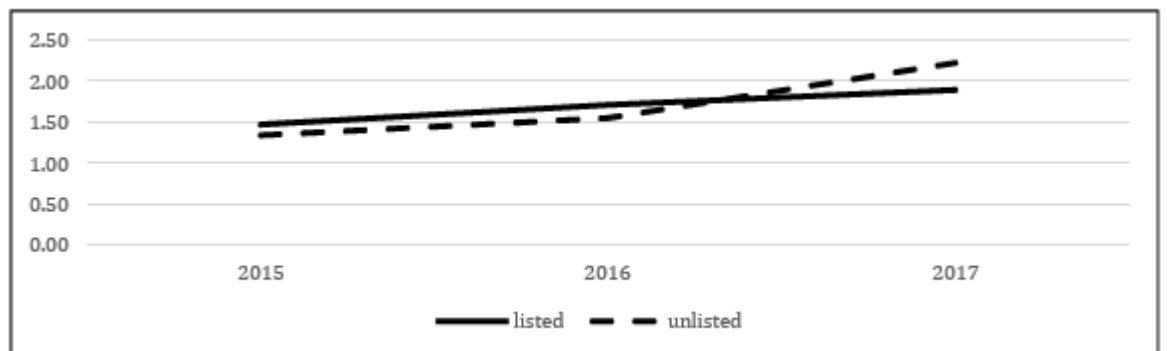
Gambar 18. Basic Materials: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)



Gambar 19. Technology: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)



Gambar 20. Telecommunications: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)



Gambar 21. Utility: trend D/E (average values) listed vs unlisted companies (2015-2017)

PEMBAHASAN

Untuk periode 2015-2017, emiten dengan rasio leverage tertinggi terdapat pada sektor-sektor berikut: Listrik (1,89), Jasa (1,69) dan Telekomunikasi (1,40), sedangkan yang memiliki rasio leverage terendah adalah Teknologi (0,92), Non -cyclical Consumer (0,91) dan Bahan Dasar (0,66). Di sisi lain, bisnis tidak terdaftar dengan tingkat utang tertinggi berkaitan dengan sektor minyak (2,88), jasa (1,70)

dan siklus konsumen (1,68), sedangkan perusahaan yang paling sedikit berhutang ada di industri, konsumen non-siklus dan telekomunikasi (1,55) , bahan dasar (1,35) dan sektor perawatan kesehatan (0,95).

Sepanjang tahun 2015, emiten yang paling banyak berhutang ada di sektor Listrik (2,02), Telekomunikasi (1,52) dan Jasa (1,47), sedangkan perusahaan yang paling sedikit berhutang ada di sektor non-siklus Konsumen

(0,91), Teknologi (0,87) dan Bahan Baku (0,64). Perusahaan tidak terdaftar dengan nilai utang tertinggi ada di sektor minyak (3,12), teknologi (1,61) dan siklus konsumen (1,60) dan mereka yang memiliki nilai utang terendah ada di sektor bahan dasar (1,36), jasa (1,34) dan kesehatan (0,98) sektor.

Untuk tahun 2016, emiten dengan nilai leverage tertinggi terdapat pada sektor kelistrikan (1,77), jasa (1,71) dan telekomunikasi (1,34); nilai terendah berada di sektor pasar non-siklus (0,93) dan bahan dasar (0,65). Untuk industri yang tidak terdaftar, nilai D / E pertama ada di sektor Minyak (2,86), Siklus konsumen (1,85) dan Industri (1,58), dan nilai terakhir ada di Sektor Jasa (1,55), Bahan Baku (1,34) dan Kesehatan (0,96) sektor.

Terakhir, untuk tahun 2017, nilai D / E yang lebih tinggi untuk emiten terkait dengan sektor Utilitas (1,89), Listrik (1,87) dan Telekomunikasi (1,33), sedangkan nilai yang terakhir berlaku untuk Kesehatan (0,93), Pasar Non-siklus (0,88) dan sektor Bahan Dasar (0,68). Untuk perusahaan yang tidak terdaftar, industri dengan nilai utang tertinggi adalah Listrik (2,67), Utilitas (2,22) dan Siklus Konsumen (1,59), dengan level terendah adalah Industri (1,49) Bahan Dasar (1,35) dan Kesehatan (0,92).

Untuk memeriksa apakah listing mengubah struktur keuangan atau tidak, perbedaan leverage antara sarana untuk perusahaan terdaftar dan tidak terdaftar telah diukur secara terpisah untuk sektor yang berbeda. Untuk memeriksa signifikansi statistiknya, variasi antara sarana D / E untuk terdaftar dan tidak terdaftar kemudian dilakukan uji-t. Temuan uji-t menunjukkan bahwa rata-rata sebanding, mengingat besarnya variasi pada tingkat 1% untuk semua industri, kecuali sektor Kesehatan, Utilitas dan Telekomunikasi, yang dibatasi pada tahun 2015.

Mempertimbangkan seluruh jangka waktu 2015-2017, variasi yang signifikan secara statistik antara sarana memiliki tanda negatif di semua sektor,

mengkonfirmasi bahwa mereka memiliki rata-rata leverage yang lebih rendah daripada yang tidak terdaftar. Variasi tersebut bahkan lebih terlihat pada sektor listrik (-1,00), bahan baku (-0,70) dan konsumen non-siklus (-0,65). Untuk tahun 2015, dominasi perusahaan tidak terdaftar di semua industri, kecuali Utilitas, diverifikasi oleh D / E differential positif. Energi (-1,11), Teknologi (-0,74) dan Bahan Dasar (-0,72) adalah sektor dengan perbedaan leverage yang paling konsisten antara sektor terdaftar dan tidak terdaftar.

Untuk tahun 2016, di semua sektor kecuali Utilitas dan Kesehatan, nilai D / E pada sampel yang ditampilkan lebih rendah dari nilai yang tidak terdaftar, dengan variasi yang lebih penting pada kelistrikan (-1,09), siklus komoditas (-0,83) dan bahan dasar (-0,69). Temuan ini tidak berbeda untuk tahun 2017: dengan pengecualian sektor perawatan kesehatan, perusahaan yang tidak terdaftar memiliki hutang yang lebih tinggi daripada perusahaan yang terdaftar, dengan kesenjangan yang lebih besar dalam listrik (-0,79), bahan-bahan dasar (-0,67) dan hutang konsumen non-siklik (-0,66).

Alhasil, pola struktur keuangan periode 2015-2017 diamati secara terpisah untuk berbagai sektor. Di sektor kesehatan, D / E emiten meningkat tipis antara tahun 2015 (0,96) dan 2016 (1,00) dan setelahnya. Menurun pada 2017 (0,93); penurunan perusahaan tidak terdaftar antara 2015 (0,98) dan 2016 (0,96) serta di 2017 (0,92).

Di pasar consumer cyclical, kejadian utang pada emiten menurun dari 1,14 di tahun sebelumnya menjadi 1,02 di tahun 2016 sehingga meningkat menjadi 1,04 di tahun 2017, dibandingkan dengan emiten yang naik dari 1,60 menjadi 1,85 di tahun 2016 lalu. menurun menjadi 1,59 pada 2017. Di pasar konsumen non-siklikal, D / E emiten tetap stabil secara substansial (0,91 pada 2015, 0,93 pada 2016 dan 0,88 pada 2017); pola yang sama juga terjadi pada perusahaan non-publik (1,56 pada 2015 dan 2016, 1,54 pada 2017).

Di sektor energi, D / E emiten pertama kali turun dari 2,02 menjadi 1,77 pada 2016, kemudian meningkat menjadi 1,77 pada 2016. 1,87 pada 2017; di era tidak terdaftar, angka ini terus menurun dari 3,12 pada 2015 menjadi 2,86 pada 2016 dan kemudian menjadi 2,67 pada 2017. Di pasar bisnis, D / E emiten tetap stabil secara substansial, dari 1,20 pada 2015 menjadi 1,22 pada 2017 dan 1,19 pada 2016, seperti pada perusahaan tidak terdaftar, di mana insiden utang adalah 1,58 pada 2015 dan 2016, dan kemudian sedikit menurun menjadi 1,491 pada tahun 2016.

Pola serupa telah diamati untuk sektor Bahan Dasar: rasio leverage tetap stabil secara substansial baik untuk sektor yang terdaftar, dengan nilai 0,64 pada 2015, 0,65 pada 2016 dan 0,68 pada 2017, dan untuk sektor yang tidak terdaftar, dengan nilai 1,36 pada 2015, 1,34 pada 2016 dan 1,35 pada 2017. Di sektor Teknologi, struktur keuangan emiten mengalami peningkatan antara 2015 (0,87) dan 2016 (0,97) serta menurun pada 2017 (0,93) sedangkan untuk emiten terjadi penurunan bertahap dari 2015 (1,61) ke 2016 (1,57) dan kemudian ke 2017 (1,53).

Di pasar telekomunikasi, D / E emiten turun dari 1,52 menjadi 1,34 pada 2016 dan menjadi 1,34 pada 2016. 1,33 pada 2017; untuk perusahaan yang tidak terdaftar, ini konstan selama jangka waktu yang diberikan nilai 1,53 pada tahun 2015, 1,56 pada tahun 2016 dan 1,57 pada tahun 2017. Di pasar Utilitas, D / E meningkat pada sampel yang terdaftar dan tidak terdaftar: dari 1,47 pada 2015 menjadi 1,71 pada 2016 dan menjadi 1,89 pada 2017 untuk perusahaan yang terdaftar; dari 1,34 pada 2015 menjadi 1,55 pada 2016 dan terakhir menjadi 2,22 pada 2017 untuk sampel kedua.

KESIMPULAN

Dimulai dengan prinsip Modigliani & Miller (1958), pengaruh rasio hutang-ekuitas pada penilaian perusahaan adalah tema inti dari keuangan perusahaan. Para peneliti telah

menghabiskan waktu untuk menghasilkan teori-teori baru tentang teori ini, dengan mengabaikan beberapa hipotesis dan membuat hipotesis yang lain. Makalah ini menganalisis pengaruh sistem ekuitas-hutang dengan alasan bahwa struktur keuangan adalah batas kunci untuk mengoptimalkan nilai dalam usaha kecil dan menengah, yang juga diverifikasi dalam literatur. Beberapa sarjana telah mempelajari keputusan tentang kerangka keuangan. Berkenaan dengan hutang, pilihan antara jangka pendek dan menengah dipengaruhi oleh keuntungan dan kerugian modal finansial (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007). Secara umum, hutang jangka pendek memiliki tingkat bunga nominal yang lebih rendah dan mudah beradaptasi dengan kebutuhan keuangan perusahaan tetapi memiliki tingkat resiko yang lebih tinggi (Jun & Jen, 2003). Dianggap bahwa perusahaan miskin harus menyukai hutang jangka panjang, karena keuntungan jangka pendek dianggap tidak memadai untuk mengkompensasi resiko tambahan (García-Teruel & Martínez-Solano, 2007). Di luar parameter umum yang akan menentukan keputusan tentang struktur keuangan, pilihan dipengaruhi oleh berbagai variabel, seperti fase siklus hidup, skala, profitabilitas, ketersediaan agunan, struktur kepemilikan, sektor di mana perusahaan. milik dan posisi geografis (Abdulsaleh & Worthington, 2013; Guiso, 2003).

Sehubungan dengan hal ini, survei ini bertujuan, pertama-tama, untuk menentukan apakah pencatatan benar-benar merupakan pilihan untuk menghindari batasan ini dan oleh karena itu untuk membangun nilai, untuk mempertimbangkan peluang terbesar yang mungkin muncul darinya dalam hal penyediaan ekuitas. , atau untuk membuat keputusan yang dapat membunuh nilai, data, dan biaya yang ditimbulkannya. Sejak tesis Modigliani dan Miller (1958), pertanyaan tentang struktur keuangan sering muncul kembali dalam analisis keuangan perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk

mengetahui apakah keringanan utang pada emiten lebih rendah dibandingkan pada perusahaan non emiten. Secara rinci, kami membandingkan pilihan perusahaan Eropa yang terdaftar dan tidak terdaftar di sembilan sektor (Kesehatan, Siklus konsumen, Konsumen non-siklus, Listrik, Industri, Bahan Dasar, Teknologi, Telekomunikasi, dan Utilitas) untuk periode 2015-2017. Struktur keuangan dihitung menggunakan debt-to-equity ratio (D / E). Data tentang struktur keuangan diambil dari database Amadeus dan pencilaan dihapus untuk meningkatkan signifikansi statistiknya. Nilai rata-rata D / E ditentukan untuk setiap tahun dan untuk setiap bidang, masing-masing, untuk sampel yang terdaftar dan tidak terdaftar. Jadi, kami mengukur perbedaan antara sarana sebagai "sarana D / E untuk perusahaan terdaftar - sarana D / E untuk perusahaan tidak terdaftar" dan menggunakan uji-t untuk mengamati signifikansi statistik. Kami menemukan bahwa mereka penting sebesar 1% (artinya nilai D / E sebanding) untuk semua sektor kecuali sektor Perawatan Kesehatan, Utilitas dan Telekomunikasi, yang dibatasi hingga 2015. Hasil menunjukkan bahwa rata-rata D / E rasio hampir selalu lebih tinggi untuk perusahaan yang tidak terdaftar, yang berarti bahwa perusahaan yang tidak terdaftar memanfaatkan sumber hutang dengan lebih baik.

Meskipun perusahaan yang tidak terdaftar menunjukkan ketidakpastian yang lebih sedikit, tidak ada pola yang tepat dalam sampel yang terdaftar dan tidak terdaftar untuk dapat menyimpulkan reaktivitas tertentu terhadap tren pasar. Di sisi lain, era yang diamati tidak diwarnai oleh kondisi spesifik pasar keuangan, baik credit crunch maupun sentimen negatif terhadap investasi ekuitas, yang dapat berdampak pada struktur keuangan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Abdulsaleh, A. M., & Worthington, A. C. (2013). Small and medium-sized

enterprises financing: A review of literature. *International Journal of Business and Management*, 8(14), 36.

Asker, J., Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2015). Corporate investment and stock market listing: A puzzle? *The Review of Financial Studies*, 28(2), 342–390.

Ayyagari, M. (t.t.). Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic (2008). *How Important Are Financing Constraints*, 483–516.

Bates, J. A. (1964). *The financing of small business*. Sweet & Maxwell.

Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & finance*, 30(11), 2931–2943.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6–8), 613–673.

Brav, O. (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *The Journal of Finance*, 64(1), 263–308.

Capasso, A., ROSSI, M., & Simonetti, B. (2007). *Ownership structure heterogeneity and performance: A comparison between listed and unlisted companies*.

Carpenter, R. E., & Rondi, L. (2000). Italian corporate governance, investment, and finance. *Empirica*, 27(4), 365–388.

Caselli, S. (2003). "PMI e sistema finanziario. *Comportamento delle imprese e strategia delle banche*", Egea, Milano, 2003. Egea.

Corigliano, R. (2001). *Il venture capital: Finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*. Bancaria Editrice.

- Fama, E., & Miller, M. (1972). *The Theory of Finance*. Dryden Press: Hinsdale, Illinois.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 623–639.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). Short-term debt in Spanish SMEs. *International Small Business Journal*, 25(6), 579–602.
- Guiso, L. (2003). Small business finance in Italy. *EIB papers*, 8(2), 121–149.
- Holtz-Eakin, D., Joulfaian, D., & Rosen, H. S. (1994). Sticking it out: Entrepreneurial survival and liquidity constraints. *Journal of Political Economy*, 102(1), 53–75.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360.
- Jun, S.-G., & Jen, F. C. (2003). Trade-off model of debt maturity structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(1), 5–34.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & Scott Jr, D. F. (2005). *Financial management-principles and applications*. Prentice Hall. Tenth International Edition.
- Kopyakova, A. (2017). *Capital structure determinants: The evidence from listed and unlisted Dutch firms*. University of Twente.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- McLaney, E. (2006). *Business finance: Theory and practice*. Pearson Education.
- 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.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147–175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. National Bureau of Economic Research.
- Osteryoung, J. S., Newman, D. L., & Davies, L. G. (1997). *Small firm finance: An entrepreneurial perspective*. Dryden Press.
- Ou, C., & Haynes, G. W. (2006). Acquisition of additional equity capital by small firms—findings from the national survey of small business finances. *Small Business Economics*, 27(2–3), 157–168.
- Ray, G. H., & Hutchinson, P. J. (1983). *The financing and financial control of small enterprise development*. Gower Aldershot.
- Rondi, L., Sembenelli, A., & Zanetti, G. (1994). Is excess sensitivity of investment to financial factors constant across firms? Evidence from panel data on Italian companies. *Journal of Empirical Finance*, 1(3–4), 365–383.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23–40.
- Schoubben, F., & Van Hulle, C. (2004). The determinants of leverage; differences between quoted and non quoted firms. *DTEW Research Report 0450*, 1–32.