



1 PENDAHULUAN

Latar Belakang

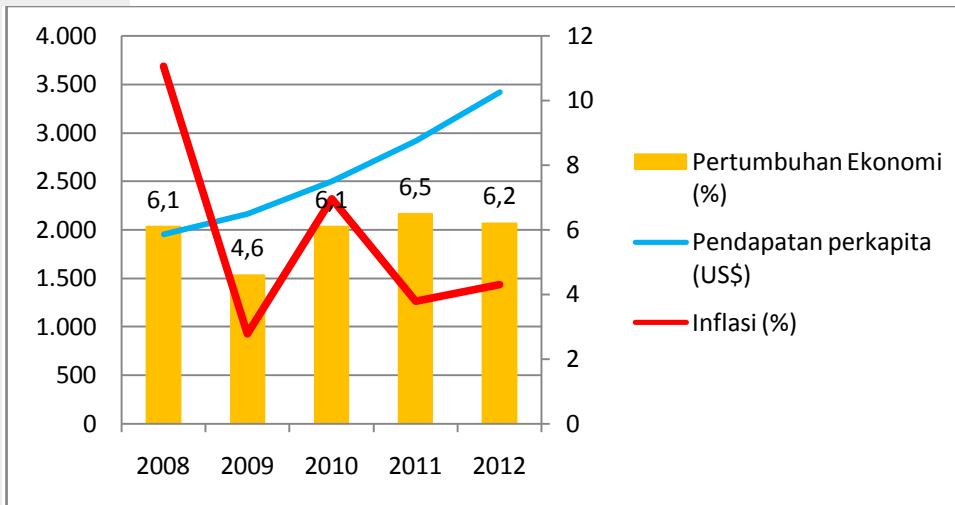
Fleksibilitas keuangan merupakan salah satu tema yang menarik akhir-akhir ini. Hal ini terjadi karena adanya survey yang dilakukan oleh Graham dan Harvey (2001), dan mendapatkan hasil bahwa dari 392 *chief finance officer* (CFO) dari berbagai perusahaan di Amerika mengatakan bahwa fleksibilitas keuangan merupakan faktor penentu yang paling penting dalam penentuan komposisi struktur modal. Dalam beberapa penelitian fleksibilitas keuangan didefinisikan sebagai berikut: menurut Byoun (2007) berpendapat bahwa fleksibilitas keuangan adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Selanjutnya Byoun (2008) menyatakan dalam studi literturnya variable-variabel yang perlu diperhatikan agar fleksibilitas keuangan suatu perusahaan dapat terjaga ialah: arus kas, kemampuan untuk berhutang yang tidak terpakai, aset yang likuid, akan tetapi ada dua variabel lain yang tidak berhubungan dengan keuangan yaitu: organisasi dan lingkungan, hal ini disebabkan oleh dinamika perekonomian dunia yang semakin kompetitif, sehingga akan semakin banyak ketidakpastian.

Gamba dan Triantis (2008) mendefinisikannya sebagai kemampuan sebuah perusahaan untuk dapat mengakses dan menrestrukturisasi struktur keuangannya dengan biaya yang rendah. Gamba dan Triantis (2008) juga berpendapat bahwa fleksibilitas keuangan bergantung pada pajak, peluang untuk berkembang, profitabilitas, dan tingkat pengembalian modal. Daniel *et al.* (2010) mendefinisikan fleksibilitas keuangan sebagai kemampuan suatu perusahaan untuk merespon secara tepat dan tetap memaksimalkan nilai perusahaan jika sewaktu-waktu perubahan yang tidak diharapkan dalam arus kas dan jika adanya kesempatan untuk berinvestasi, dalam kondisi perekonomian yang dapat berubah-ubah sewaktu-waktu dan tidak dapat diprediksi secara pasti. Menurut Daniel *et al.* (2010) faktor yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan ialah kemampuan suatu perusahaan untuk berhutang dan *cash holding* yang optimal. sedangkan menurut Arslan *et al.* (2010) fleksibilitas keuangan merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk dapat menyesuaikan atau beradaptasi dengan suatu fenomena yang terjadi diluar perencanaan. Arslan *et al.* (2010). berpendapat rasio leverage merupakan faktor yang paling mempengaruhi fleksibilitas keuangan.

Bancel dan Mittoo (2011) secara sederhana mendefinisikan fleksibilitas keuangan sebagai kemampuan perusahaan untuk merespon secara efektif terhadap suatu fenomena yang tidak terduga yang mana memberikan dampak kepada arus kas perusahaan atau adanya kesempatan untuk melakukan investasi, sehingga Bancel dan Mittoo (2011) berpendapat bahwa fleksibilitas keuangan merupakan suatu kajian yang penting dilakukan oleh setiap perusahaan, hal itu dibuktikan pada pada kajian mereka pada krisis global yang terjadi pada tahun 2008, dimana banyak perusahaan mengalami kebangkrutan pada masa krisis tersebut, karena tidak memperhitungkan fleksibilitas keuangan. Berdasarkan pengamatan Bancel dan Mittoo beberapa faktor yang memiliki pengaruh ialah rasio *laverage*, rasio likuiditas, dan kemampuan perusahaan untuk berhutang.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

Dalam tingkat perusahaan fenomena tidak terduga dapat berbagai macam hal, oleh karena itu secara umum pada penelitian ini peneliti mendefinisikan suatu fenomena tak terduga yang dapat berdampak terhadap seluruh sektor dalam skala besar atau pun kecil ialah krisis global, dimana Indonesia merupakan salah satu negara yang terkena dampak krisis ekonomi global pada tahun 2008 dan 2012. Menurut Hartono (2008) kondisi perekonomian suatu negara akan dapat mempengaruhi perkembangan perusahaan-perusahaan yang berada didalamnya, kondisi perekonomian Indonesia pada periode 2008-2012 dapat dikatakan fluktuatif. Adanya kondisi ini sudah pasti memiliki pengaruh terhadap semua perusahaan pada setiap sektor dalam skala besar maupun kecil, hal ini pun akan pada akhirnya memiliki pengaruh terhadap tingkat fleksibilitas keuangan pada perusahaan-perusahaan yang terdapat di Indonesia. Untuk melihat kondisi perekonomian Indonesia pada periode 2008-2012 lebih jelas dapat dilihat pada Gambar 1 sebagai berikut.



(Sumber: sekneg.co.id dan bi.go.id)

Gambar 1 Pertumbuhan Ekonomi Indonesia 2008-2012

Dalam rangka merespon terhadap suatu fenomena yang terjadi secara tiba-tiba (krisis global) suatu perusahaan sedikit banyak akan membutuhkan dana tambahan baik itu untuk menutupi kerugian ataupun melakukan investasi yang menguntungkan. Menurut Safrida (2008) Salah satu cara mendapatkan dana yang umum digunakan oleh perusahaan ialah utang. Untuk memperjelas penulis akan menyajikan beberapa pendapat mengapa hubungan antara komposisi utang dan krisis menarik untuk diamati.

Menurut Myers (2001) utang dapat memberikan keuntungan karena dapat menghemat pajak, akan tetapi jika terlalu banyak akan memberikan beban yang berat kepada perusahaan, sehingga memberikan resiko kebangkrutan kepada perusahaan. Brigham dan Houston (2006) berpendapat bahwa dalam kondisi perekonomian yang normal, perusahaan-perusahaan yang memiliki rasio utang relatif tinggi akan memiliki ekspektasi pengembalian yang juga lebih tinggi, namun dimasa resesi, dimana penjualan dapat merosot tajam dan menyebabkan kas akan menyusut, sehingga kemungkinan perusahaan perlu mendapatkan tambahan dana untuk menjalankan oprasionalnya. Pada masa resesi umumnya para

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
 2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



kreditur akan meningkatkan tingkat suku bunga mereka dikarenakan adanya peningkatan resiko kerugian, hal ini dapat memberikan beban bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki rasio utang yang tinggi. Pendapat ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bancel dan Mitoo (2011) dan Brigham dan Houston (2006) dimana mereka menemukan pada kasus krisis 2008, perusahaan dengan rasio utang yang tinggi lebih beresiko untuk mengalami kebangkrutan lebih besar dibanding dengan perusahaan yang menjaga tingkat rasio utangnya.

Dari beberapa penjelasan tersebut dapat dikatakan sebaiknya suatu perusahaan mengatur proporsi utangnya dengan baik sehingga tetap memiliki fleksibilitas keuangan ketika terjadi krisis, pernyataan ini pun mendapatkan bukti melalui penelitian yang dilakukan oleh Arslan *et al.* (2010), sebagai berikut: pada krisis tahun 1998 banyak perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) dan bahkan ada yang sampai gulung tikar, akan tetapi terdapat juga beberapa perusahaan yang mendapatkan keuntungan investasi, dengan cara membeli aset-aset dengan harga yang murah dari perusahaan-perusahaan yang mengalami *financial distress* dan gulung tikar. Fenomena ini menunjukkan bahwa menjaga fleksibilitas keuangan merupakan hal perlu dipertimbangkan guna meningkatkan daya *survival* pada suatu perusahaan.

Berdasarkan uraian-uraian tersebut peneliti tertarik untuk mengamati pergerakan atau perubahan *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana DER merupakan gambaran sejauh mana perusahaan menggunakan utang untuk menjalankan operasionalnya (Hadiwijaja, 2007). DER pun merupakan salah satu variabel yang memiliki pengaruh terhadap fleksibilitas keuangan suatu perusahaan. Berikut data DER rata-rata secara sektoral di Indonesia pada periode 2007-2012.

Tabel 1 Data DER rata-rata secara sektoral selama periode 2007-2012

DER	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sektor Pertanian (A)	1.72	0.91	1.02	1.26	1.29	8.24
Sektor Pertambangan (B)	-1.46	1.31	1.21	1.21	1.49	1.79
Sektor Industri Dasar dan Kimia (C)	1.6	1.37	1.52	1.52	1.09	1.1
Sektor Aneka Industri (D)	1.14	1.64	-6.89	3.85	2.15	-2.37
Sektor Industri Barang Konsumsi (E)	1.12	0.93	4.52	1.29	-2.7	1.71
Sektor Properti dan Real Estate (F)	1.58	1.35	1.21	1.06	0.93	1.66
Sektor Transportasi dan Infrastruktur (G)	1.16	1.61	2.51	-0.04	1.15	1.55
Sektor Keuangan (H)	5.02	5.55	4.91	5.15	4.64	4.73
Sektor Perdagangan, Jasa, dan Investasi (I)	3.43	2.06	1.55	4.63	0.86	3.24
Rata-rata	1.70	1.86	1.28	2.21	1.21	2.41

(Sumber: IDX.co.id)

Pada Tabel 1 tersebut dapat kita lihat terdapat beberapa anomali, seperti terdapatnya DER yang minus pada tahun-tahun tertentu, atau adanya DER yang meningkat tajam pada tahun-tahun tertentu. Adanya kondisi ini menjadikan peneliti untuk tertarik mengkaji lebih lanjut mengenai kondisi fleksibilitas keuangan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Nilai dari DER akan menggambarkan proporsi utang suatu perusahaan, sehingga kita dapat melihat seberapa besar lagi kapasitas suatu perusahaan untuk dapat berutang untuk memenuhi kebutuhannya. Pada penelitian-penelitian terdahulu dikatakan kapasitas



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

berhutang merupakan faktor yang paling memiliki pengaruh terhadap fleksibilitas keuangan, akan tetapi hal ini sebetulnya tidak bersifat mutlak, karena berdasarkan literatur terdapat tiga hal yang dapat menyebabkan suatu perusahaan dikatakan memiliki fleksibilitas keuangan. Tiga hal tersebut ialah: *cash holding*, *low leverage*, dan *external financing*. Dalam konteks fleksibilitas keuangan *cash holding* berfungsi sebagai *buffer*, sehingga pengaruhnya tidak terlalu signifikan tetapi tetap dibutuhkan. Jika *cash holding* sudah lagi tidak dapat memenuhi kebutuhan perusahaan maka disini lah fungsi dari *low leverage ratio* dalam memenuhi kebutuhan kas perusahaan. Pada dasarnya *external financing* memiliki fungsi yang sama seperti *low leverage ratio*, akan tetapi mengingat sentimenitas para pemegang saham ketika terjadi krisis dan besarnya biaya yang diperlukan, maka untuk amanya banyak perusahaan yang lebih untuk memilih *low leverage ratio* untuk berjaga-jaga demi keberlangsungan perusahaan.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya maka sudah cukup jelas mengapa kapasitas berhutang dikatakan hal yang paling mempengaruhi fleksibilitas keuangan suatu perusahaan, akan tetapi hal tersebut tidak mutlak 100%. Pada penelitian terdahulu fleksibilitas keuangan dikatakan sulit untuk dinilai dan hanya bisa di observasi akan tetapi beberapa peneliti mencoba mencari sebuah metoda agar fleksibilitas keuangan dapat memiliki nilai, sebagai contoh Bancel dan Mitto (2011) mencoba membuat indeks dari fleksibilitas keuangan dengan dasar Altman Z-Score yang mana merupakan suatu indeks untuk memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan. Pada kesempatan ini penulis ingin melakukan pengukuran dengan suatu metode yang mana dapat mewakili tiga hal yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan. *Sythetic rating* merupakan suatu metode untuk menentukan rating obligasi suatu perusahaan secara sintesis, peneliti berpendapat metode cukup mewakili karena terdiri dari berbagai variable yang berkaitan dengan kas dan performa suatu perusahaan yang mana dapat mempengaruhi nilai pemegang saham. Hasil dari *Sythetic rating* pun dapat dikonversi melalui *benchmark* yang dikeluarkan oleh S&P 500 menjadi *Default Rate (DR)*, yang mana merupakan tingkat kemampuan suatu perusahaan untuk membayar utang.

Selain *synthetic rating* peneliti juga akan menggunakan *debt service coverage ratio* yang mana merupakan sebuah rasio yang dapat menunjukkan kondisi keuangan perusahaan sedang dalam kondisi *financial distress* atau tidak. Pranowo (2010) menyebutkan DSCR akan bernilai dibawah 1.2 jika suatu perusahaan terlalu banyak hutang atau dengan kata lain sedang dalam kondisi *financial distress*. Dalam Prihadi (2010) juga disebutkan bahwa rasio ini seringkali digunakan oleh kreditor untuk menilai kelayakan perusahaan, oleh karenanya rasio ini juga dapat digunakan untuk menilai fleksibilitas keuangan suatu perusahaan. Pada penelitian ini peneliti akan membandingkan hasil *Sythetic rating* dengan DSCR untuk mengetahui apakah perusahaan yang mengalami *financial distress* akan memiliki hasil *Sythetic rating* yang buruk juga.

Perumusan Masalah

Fleksibilitas keuangan merupakan salah satu topik penelitian yang menarik akhir-akhir ini, berbagai penelitian pun muncul dengan berbagai argumen. Secara umum fleksibilitas keuangan dapat didefinisikan sebagai suatu kemampuan



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

perusahaan untuk merespon terhadap perubahan yang terjadi secara tiba-tiba. dalam konteks perusahaan merespon atau bertindak sedikit banyak akan berhubungan dengan dana, oleh karenanya suatu perusahaan harus lah memiliki fleksibilitas dalam keuangannya. Berdasarkan studi pustaka salah satu faktor yang sering dikatakan berpengaruh terhadap fleksibilitas keuangan ialah kapasitas berhutang, sehingga salah satu cara suatu perusahaan untuk dapat menjaga fleksibilitas keuangannya ialah dengan mengatur proporsi antara utang dan modal sendiri. Hal ini pun sesuai dengan beberapa pernyataan peneliti dimana utang memang dapat memberikan keuntungan, akan tetapi juga memberikan beban dan acaman. Salah satu permasalahan dalam mengkaji fleksibilitas keuangan ialah adanya perbedaan-perbedaan antara bidang usaha suatu perusahaan, sehingga menyebabkan fleksibilitas keuangan sulit dikaji secara umum. Menanggapi hal ini peneliti mengambil langkah untuk menjadikan krisis sebagai definisi dari perubahan yang terjadi secara tiba-tiba harus dihadapi setiap perusahaan, dalam konteks secara umum. Hal ini ini disebabkan karena sediki banyak krisis akan memberikan pengaruh terhadap setiap perusahaan disetiap sektor. Indonesia merupakan salah satu negara berkembang yang sedikit banyak terkena krisis global yang terjadi pada tahun 2008 dan 2012, oleh karena itu menjadi hal yang menarik bagi peneliti untuk melihat tingkat fleksibilitas keuangan pada beberapa perusahaan yang terdaftar pada bursa efek jakarta, selama periode 2008-2012.

Dalam studi pustaka banyak peneliti yang menyebutkan bahwa kapasitas untuk berhutang merupakan faktor yang paling banyak disebut mempengaruhi fleksibilitas keuangan suatu perusahaan, oleh karena itu pada penelitian ini fleksibilitas keuangan akan didentikan dengan *default rate* (DR), yang mana merupakan salah satu indikator untuk menilai kemampuan perusahaan untuk membayar hutang. Salah satu metode untuk mendapatkan nilai *default rate*, ialah dengan mengkonfersikannya dari nilai peringkat obligasi yang dapat diperoleh dengan metode *synthetic rating* (SR). Selain *default rate* peneliti juga akan menggunakan *debt service coverage ratio* (DSCR) yang mana hasilnya menunjukkan kondisi keuangan perusahaan yang mana erat kaitanya dengan *financial distress*. *Debt service coverage ratio* berbeda dengan *default rate*, DSCR hanya berfokus kepada utang dan langsung dapat dilihat hasilnya, sementara *default rate* harus melalui perhitungan *synthetic rating* yang terdiri dari 8 parameter yang dapat berfungsi sebagai pengukur performa perusahaan. Beberapa permasalahan lainnya ialah adanya variasi pada penelitian-penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi fleksibilitas keuangan pada suatu perusahaan. Selain itu penelitian-penelitian terdahulu pun memiliki sampel penelitian yang sangat besar, bahkan ada yang antar beberapa negara, hal ini pun menjadi menarik bagi peneliti untuk mengetahui faktor-faktor yang berpengaruh terhadap fleksibilitas keuangan pada perusahaan-perusahaan yang terdapat di Indonesia, mengingat kondisi suatu negara dapat berpengaruh terhadap kondisi suatu perusahaan. Berdasarkan uraian-uraian diatas maka perumusan masalah pada penelitian ini ialah:

1. Bagaimana performa kinerja perusahaan di Indonesia jika dinilai dengan *synthetic rating*, *default rate*, dan rasio *debt service coverage*?
2. Faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia?



Tujuan Penelitian

1. Mengetahui performa kinerja perusahaan di Indonesia dengan menggunakan *synthetic rating*, *default rate* dan rasio *debt service coverage*.
2. Mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan manfaat bagi beberapa pihak seperti publik maupun perusahaan yang bersangkutan atau sedang berkembang. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi suatu bahan pertimbangan dalam menentukan keputusan, mengetahui posisi dan performa suatu perusahaan dengan menggunakan *synthetic rating*, sehingga suatu perusahaan dapat menentukan strategi pendanaan dengan tetap menjaga fleksibilitas keuangannya. Penelitian ini pun diharapkan dapat memperkaya pengetahuan terutama dalam bidang ekonomi, mengingat fleksibilitas keuangan di argumenkan sebagai *missing link* yang penting dalam penentuan struktur modal perusahaan (DeAngelo dan DeAngelo, 2007). Mengingat masih terbatasnya kajian mengenai fleksibilitas keuangan dalam konteks akademis, oleh karenanya penelitian ini juga diharapkan bermanfaat bagi peneliti-peneliti lainnya sebagai referensi untuk pengembangan penelitian-penelitian berikutnya serta sebagai tambahan informasi bagi pengamat ekonomi untuk dapat lebih berpikir kritis terhadap permasalahan yang terkait kondisi keuangan perusahaan, sehingga harapannya dapat menjadi bahan dasar dalam menentukan kebijakan yang tepat dalam menentuka strategi bagi perusahaan maupun untuk menentukan regulasi pemerintah. Bagi peneliti sendiri penelitian ini diharapkan dapat menjadi pembelajaran yang sangat berharga, mengingat latar belakang pendidikan peneliti adalah sains, penelitian ini juga merupakan syarat lulus program pendidikan Magister Bisnis Institut Pertanian Bogor (MB-IPB).

Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini akan dibatasi pada penilaian fleksibilitas keuangan secara umum dengan menggunakan *synthetic rating*, *default rate*, dan *debt service coverage ratio* untuk menilai posisi perusahaan selama periode 2008-2012, serta faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi fleksibilitas keuangan pada suatu perusahaan selama periode 2008-2012. Penelitian ini pun dibatasi hanya pada 45 perusahaan yang dipilih secara *purposive* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang mana memiliki kapitalisasi terbesar pada tahun 2013.