

**Pemilikan Asset Yang Unik Sebagai Sumber *Sustainable Competitive Advantages* Dan Efeknya Terhadap Struktur Kapital Perusahaan:
Uji Empirik Perusahaan Publik di Bursa Efek Indonesia**

Oleh:

Buddi Wibowo¹⁾

E-mail: buddi.wibowo@ui.ac.id

¹⁾Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

ABSTRACT

Sustainable competitive advantage arises from ownership of assets that have a uniqueness to create a distinctive competence that is hard to duplicate by competitors. This uniqueness is more difficult to imitate if these assets are not transparent for competitors or, even, for owners of this unique asset, because of the unique production process or ambiguity that arise from mixed process with other internal factors such as corporate culture or the quality of human resources. But on the other hand unique asset ownership brings a serious impact for the funding aspect. This company have a problem to explain the true value of the unique assets to external sources of fund. Banks, for example, difficult to assess accurately value the specific and opaque assets so the bank charges higher cost of debt. We can conjecture that the implication of specific asset ownership is capital structure will be dominated by equity. This paper empirically test the conjecture in the context of non-financial companies in Indonesia. From the point of view research in finance, this conjecture relatively new. Existing capital structure theories have not consider company strategy and asset characteristics as a factor that may affect the company's capital structure

ABSTRAK

Sustainable competitive advantage muncul dari kepemilikan asset-asset yang memiliki suatu keunikan sehingga menciptakan *distinctive competence* yang sulit ditiru oleh para pesaing. Keunikan tersebut makin sulit ditiru apabila asset tersebut tidak transparans bagi para pesaing atau, bahkan, bagi perusahaan yang memilikinya sendiri karena proses produksi yang unik atau ambiguitas hubungannya dengan faktor-faktor internal lainnya seperti kultur perusahaan atau kualitas SDM. Namun disisi lain kepemilikan asset yang unik ini membawa dampak yang serius bagi perusahaan dari sisi pendanaannya. Bank, misalnya, kesulitan untuk menilai secara akurat asset yang spesifik dan *opaque* seperti ini sehingga biaya hutang yang dituntut bank menjadi lebih tinggi. Implikasi dari hal itu, struktur kapital perusahaan seperti ini akan

didominasi oleh ekuitas. Riset ini berupaya menguji hal tersebut dalam konteks perusahaan-perusahaan non keuangan di Indonesia sekaligus uji empirik atas hipotesis *resource based strategy* yang dikenal dalam literature manajemen strategik dengan riset empirik keuangan yang sejauh ini tidak mempertimbangkan komposisi dan keunikan asset dapat mempengaruhi struktur kapital perusahaan

Keywords: unique asset, asset opacity, competitive advantage, capital structure

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Kesuksesan sebuah perusahaan, menurut rerangka pikir *resource-based view* (RBV), lebih ditentukan oleh karakteristik dan kompetensi yang nyata (*distinctive competence*) dari sumber daya yang dimilikinya dari pada peluang dan ancaman yang muncul karena dinamika perubahan faktor-faktor lingkungan usahanya (Barney, 1986; Peteraf, 1993; Prahalad dan Hamel, 1990). Dalam perspektif RBV, asset dan kompetensi yang sulit ditiru dan diimitasi menjadi sumber keberlangsungan dari *competitive advantage sustainability* (Grant, 1991).

Strategi perusahaan yang diarahkan oleh RBV seringkali tidak mempertimbangkan biaya untuk memperoleh, membentuk dan mendayagunakan sumber daya yang *distinctive competent* (Montgomery, 1995). Karakter yang unik, tidak pasti, dan bermanfaat dalam jangka waktu yang lama merupakan sebagian dari ciri-ciri sumber daya seperti itu (Dierickx dan Cool, 1989). Namun justru karena memiliki karakter seperti itu muncul biaya yang besar dan bahkan seringkali tidak dapat dikalkulasi karena tidak kasat mata (*unobservable*). Asset yang memberikan kekuatan spesifik bagi perusahaan dengan sendirinya harus memenuhi karakteristik seperti itu

sehingga sulit ditiru oleh kompetitor. Kompetitor tidak dapat dengan mudah mendapatkan asset tersebut di pasar karena friksi pasar seperti *nontradable* dan *specific asset*.

Bagi perusahaan yang sudah memiliki *distinctive asset* dihadapkan juga dengan biaya implementasi, penguatan dan pembangunan agar asset tersebut dapat menciptakan keunggulan kompetitif dalam jangka panjang. Oleh karenanya strategi level korporat seperti ini akan berpengaruh langsung terhadap strategi level fungsional keuangan yaitu strategi pendanaannya. Paper ini bertujuan untuk menguji secara empirik hubungan antara strategi dan pola pendanaannya.

Strategi Pendanaan dan Karakteristik Unik Asset Perusahaan

Riset yang menguji secara empiric strategi pendanaan dan keunikan asset perusahaan masih relatif minim (Vicente-Lorente, 2001) karena merupakan pertemuan dari dua bidang riset yaitu strategi dan keuangan yang memiliki rerangka pikir yang jauh berbeda. Bettis (1983) menunjukkan bahwa umumnya riset strategi fokus pada event-event spesifik yang terjadi pada suatu perusahaan dan pengaruhnya kepada perusahaan tertentu saja, misalnya aksi kompetitor, perubahan teknologi, hubungan perburuhan dan lainnya. Sementara riset keuangan

umumnya didasarkan kepada hipotesis pasar efisien yang menyatakan kondisi spesifik perusahaan tersebut tidak mempengaruhi nilai portfolio investasi apabila portfolio telah didiversifikasi secara optimal. Teori struktur modal klasik merujuk kepada Modigliani dan Miller (1958, 1963) yang menyatakan tidak adanya hubungan antara strategi pendanaan dan nilai perusahaan. Teori struktur modal klasik tidak mempertimbangkan strategi level korporat dan karakteristik asset yang dimiliki perusahaan sebagai determinan kebijakan pendanaan.

Williamson (1988) menyatakan bahwa teori struktur modal klasik mengabaikan karakteristik asset perusahaan dalam proses penentuan kebijakan pendanaan padahal saham dan hutang memiliki struktur *governance* yang berbeda. Perusahaan akan cenderung menggunakan instrument hutang untuk membiayai pembelian asset yang mudah diperoleh di pasar dan dijual kembali di pasar second-hand. Karena biaya hutang yang dituntut pemberi hutang lebih rendah untuk proyek dengan asset seperti ini, maka perusahaan lebih memilih berhutang dari pada mengeluarkan saham yang struktur *governancenya* juga lebih ketat. Sebaliknya, proyek-proyek yang membutuhkan asset yang unik akan berimbang pada risiko bisnis yang lebih tinggi serta nilai jual kembali asset yang dapat menurun jauh apabila terjadi kebangkrutan sehingga biaya hutang akan jauh lebih tinggi. Proyek-proyek seperti ini cenderung menggunakan pendanaan ekuitas.

Hipotesis Williamson didukung oleh banyak riset empiric yang membuktikan adanya hubungan negatif antara *assets intangibility* dan jumlah hutang perusahaan. Balakrishnan dan Fox (1993), misalnya, menemukan karakteristik asset yang unik merupakan factor penjelas

bagi leverage perusahaan yaitu mencapai 50% dari variability, dibandingkan dengan pengaruh industri (10%) dan pengaruh waktu /year effect (2%). Mereka juga menemukan korelasi positif antara leverage dengan intensitas promosi perusahaan. Intensitas promosi berkaitan dengan asset spesifik perusahaan berupa reputasi

Keunikan suatu asset bersifat relasional yaitu suatu asset menjadi unik bukan karena semata-mata ciri yang ada pada dirinya namun bagaimana implikasi hubungannya dengan sesuatu yang ada pada perusahaan tersebut. Keunikan dapat bersifat "firm-specific" atau "activity-specific". Klein et al (1978) mendefinisikan asset yang spesifik adalah asset yang punya perbedaan kinerja yang sangat signifikan antara penggunaan yang sudah berlangsung dengan penggunaan *second-best*. Ini adalah definisi *activity-specific*. *Firm specific* sedikit berbeda yaitu perbedaan yang muncul kalau asset tersebut digunakan oleh perusahaan lain walaupun untuk aktivitas yang sama

Keunikan saja belum cukup untuk dapat membuat suatu asset bernilai tinggi karena asset tersebut disamping memiliki produktivitas yang tinggi namun harganya juga pasti lebih mahal disebabkan *ex ante competition* untuk mendapatkannya. Asset yang unik menyebabkan ketersediaannya terbatas dan harganya mahal. Jadi bukan memiliki keunikan asset semata yang membuat sebuah perusahaan memiliki keunggulan bersaing yang berkelanjutan, melainkan bagaimana asset tersebut secara simultan dengan asset lain yang komplementer mampu meningkatkan *value* perusahaan secara keseluruhan melalui peningkatan *core capability* nya (Prahalad dan Hamel, 1990 dan Teece, 1986).

Keunikan asset dapat berupa karakteristik khusus asset, proses produksi tertentu yang melibatkan asset tersebut atau terbatasnya supply seperti keterampilan

atau budaya kerja SDM. Namun keunikan tersebut tidak akan bertahan lama apabila informasi atas asset tersebut dapat dimiliki oleh perusahaan lain dengan relatif mudah. Dimensi *opacity* harus ada pada asset yang unik sehingga nilainya bagi perusahaan tetap tinggi. *Opaque asset* adalah suatu asset yang secara alamiah atau karena upaya khusus perusahaan yang memilikinya menyebabkan upaya imitasinya menjadi sulit karena informasi yang berkaitan dengan asset tersebut tidak dapat diperoleh oleh pihak lain di luar perusahaan. Informasi ini dapat berupa cara memperoleh suatu strategic resource atau kapabilitas tertentu, mengakumulasinya dan memanfaatkannya dalam suatu proses produksi atau dapat pula dalam bentuk sulitnya memprediksi *expected value* dari penggunaannya sehingga sulit untuk menentukan nilainya. Jadi *sustainable competitive advantage* dari sebuah perusahaan yang “resource-driven” tidak dapat didasarkan oleh *specific resources* semata tapi lebih pada adanya “transfer barrier” yang menghambat imitasi atau substitusi dari asset tersebut. Sumber hambatan ini dapat bersifat institusional seperti paten dan lisensi. Namun hambatan transfer “knowledge assets” seperti itu dapat dihilangkan juga apabila asset tersebut dapat diidentifikasi secara mudah dan transparan serta memiliki *well-defined property rights* sehingga dapat diperoleh di pasar dengan relative mudah (Winter, 1987). Jadi satu-satunya cara untuk dapat terus mempertahankan keunikan assetnya adalah dengan mencegah competitor mengetahui asset tersebut.

Kerahasiaan merupakan *artificial opacity* dimana perusahaan mengetahui dengan jelas apa keunggulan strategis yang muncul dari asset yang dia miliki dan bagaimana proses bekerjanya asset tersebut sehingga dapat mereplikasi dan mentransfernya ke tempat lain. Keunggulan

strategis dari keunikan asset yang memiliki *opacity* seperti ini sangat tergantung pada seberapa efektif prosedur internal perusahaan dalam menjaga kerahasiaan ini serta kekuatan kemauan dari kompetitor untuk menggali informasi.

Opacity yang lebih esensial adalah tidak teridentifikasinya aspek-aspek dari asset dan proses produksi yang mampu menciptakan keunggulan strategis bagi perusahaan. Kompleksitas dari interaksi antara seluruh asset dan sumber daya perusahaan serta adanya *tacit knowledge* yang dimiliki oleh SDM internal sehingga hubungan kausalitas kinerja antar asset menjadi ambigu yang menyebabkan proses imitasi menjadi selalu kandas (Lippman dan Rumelt, 1982). Jadi proses replikasi dan transfer menjadi persoalan yang sulit bahkan untuk orang dalam perusahaan sekalipun.

Umumnya sumber *opacity* seperti ini berasal dari kompleksitas sosial seperti konfigurasi SDM, jejaring, budaya, values, dan social capital. Sering kali juga dapat muncul dari proses yang chaotic dan random seperti dalam proses penemuan, pematangan dan implementasi ide baru. Aktivitas seperti ini tidak dapat sepenuhnya dikontrol dan diprediksi oleh manajer perusahaan itu sekalipun (Thietart dan Forgues, 1995; Koput, 1997). Namun apapun bentuk *opacity* yang ada, terbatasnya informasi tentang kumpulan sumber daya strategis menyebabkan perusahaan mampu menciptakan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan.

Perusahaan memang dapat unggul dengan memiliki asset-asset yang unik (*high specificity and opacity*) namun di sisi lain pendanaan atas asset-asset tersebut tidak mudah dan tidak murah. Ketidakpastian pasar dan perkembangan teknologi yang tidak terduga membuat investasi pada asset seperti itu lebih tinggi risikonya sehingga jauh lebih mahal biaya

pendanaannya. Dimensi *opacity* memang dapat menciptakan hambatan untuk peniruan namun pada saat yang sama juga membuat pemberi pinjaman tidak memahami nilai dan informasi yang berkaitan dengan asset tersebut. Dimensi *specifity* menyebabkan nilai asset akan jatuh drastis ketika perusahaan mengalami *financial distress* dan dilikuidasi. Teori struktur modal menyatakan bahwa *bankruptcy cost* yang tinggi akan menyebabkan pendanaan lebih banyak menggunakan ekuitas (Myers, 1977; Williamson, 1988). Oleh karena asset yang spesifik memiliki kapasitas yang rendah sebagai jaminan pinjaman, pemberi pinjaman akan menuntut premi risiko yang tinggi atas biaya hutang. Hal ini lah yang menyebabkan hubungan terbalik antara kepemilikan asset yang spesifik dengan financial leverage

Memahami hubungan antara karakteristik asset dengan struktur kapital perusahaan menjadi rumit karena seberapa rentan sebuah perusahaan terhadap *financial distress costs* tidak dapat diukur. Para peneliti mengatasi persoalan ini dengan menggunakan variable akuntansi seperti *fixed-to-total assets* (Friend dan Lang, 1988), R&D, dan *advertising expenses* (Bradley, Jarrell, dan Kim, 1984; Kale, Noe, dan Ramirez, 1991; Opler and Titman, 1994), dan *market-to-book assets ratio* (Smith dan Watts, 1992; Barclay dan Smith, 1995) sebagai proxy dari *value of growth options* yang diasumsikan punya pengaruh yang kuat terhadap *financial distress* dan likuidasi. Perusahaan dengan asset tetap yang besar diasumsikan memiliki opsi pertumbuhan yang terbatas dan karenanya *liquidation costs* nya rendah. *Intangible assets* merupakan proxy atas *growth options* dari *firm-specific assets* dan karenanya punya *liquidation costs* yang tinggi. *Advertising* dan R& D *expenditures* akan menciptakan *growth*

options dan *firm-specific assets*. Pengeluaran yang besar atas item biaya ini diperkirakan akan meningkatkan *liquidation costs*.

Investasi pada asset yang *opaque* juga berimplikasi pada pola pendanaannya. *Opacity* dapat muncul karena proses daya guna asset bersifat kompleks dan ambigu sehingga sulit diidentifikasi atau dipahami, bahkan oleh orang dalam sekalipun, dan diimitasi oleh pihak eksternal. Karakteristik seperti itu lah yang menyebabkan asset tersebut memiliki nilai yang tinggi. Namun karena karakteristik itu juga yang menyebabkan asset sulit dikelola, dikontrol dan diverifikasi sehingga *liquidation valuenya* rendah. Implikasi pendanaan asset dengan *opacity* seperti ini akan sama dengan implikasi pendanaan untuk asset yang spesifik seperti yang telah dijelaskan di atas. Ada juga asset yang pada dasarnya tidak spesifik dan dapat diidentifikasi item-item yang membuatnya unggul, namun imitasi tetap tidak mudah dilakukan oleh pihak luar karena manajemen menjaga kerahasiaan informasi penting berkaitan dengan asset itu. Manajer perusahaan diasumsikan memiliki informasi privat berkaitan dengan karakteristik khusus asset tersebut beserta arus pendapatan yang potensial dapat diperoleh dari asset tersebut. Pendanaan yang dipilih adalah yang menghindari sorotan pihak eksternal dengan mendahulukan sumber pendanaan internal (Myers dan Majluf, 1984; Myers, 1977). Pecking order theory menyatakan struktur kapital perusahaan disusun secara berurutan disesuaikan dengan tingkat ketersediaannya yaitu dari pembiayaan internal, lalu dengan instrumen hutang berisiko rendah dan akhirnya ekuitas sebagai pilihan terakhir.

Investasi perusahaan dalam sumber daya yang spesifik dan tidak transparan (*opaque*) akan berhubungan negative

dengan debt ratio perusahaan karena *cost of debt* yang lebih tinggi karena keunikan asset tersebut membuatnya menjadi lebih berisiko dan terbatasnya kapasitas pinjaman dari asset yang *opaque*. Dimensi *specificity* dan *opacity* ini harus eksis, baru lah nyata dampaknya terhadap keputusan struktur modal. Hal ini konsisten dengan hasil uji empiric sebelum ini yang menunjukkan hubungan positif antara spesifik asset namun transparan dengan *financial leverage* (Balakrishnan dan Fox, 1993). Namun ada permasalahan terbesar dalam pengujian konsep dimensi *specificity* dan *opacity* ini yaitu belum adanya metode yang jelas dalam mengukur derajat kekuatannya. Asset yang spesifik di suatu perusahaan mungkin saja hilang keunikannya ketika dipindahkan ke perusahaan lain. Dimensi spesifik dan *opaque* tidak dapat diukur secara kasat mata sehingga butuh alat ukur tidak langsung yang dapat mencerminkan kedua dimensi itu (Godfrey dan Hill, 1995). Vicente-Lorente (2001) mengusulkan internalisasi proses akumulasi keunikan sebagai *variable proxy* dari *asset specificity* dan *opacity*

Perusahaan akan cenderung berupaya mengakumulasi sumber daya yang spesifik secara mandiri dan internal apabila kontrak *ex ante* tidak dapat menjamin dapat diperolehnya asset tersebut secara pasti dan berkelanjutan di masa depan (Williamson, 1985, 1991; Klein et al, 1978; Grossman dan Hart, 1986). Karena penggunaannya yang unik, ketersediaan dan harganya dapat berfluktuasi sangat besar. Hal ini sering menimbulkan perilaku oportunistik dari *supplier* asset-asset tersebut (laboratorium atau lembaga riset independent, distributor, pekerja, dll) yang menyebabkan transaksi sering tidak terealisasi walaupun sebenarnya kedua belah pihak sudah diuntungkan. Oleh

karenanya dapat diduga bahwa semakin tinggi intensitas akumulasi secara internal atas suatu asset strategis maka semakin tinggi pula derajat keunikan dan *opacity* asset tersebut dibandingkan apabila asset tersebut diperoleh melalui subkontrak atau akuisisi di pasar. Hal ini didukung oleh hasil uji empiric dari riset-riset sebelumnya seperti dalam hal proses produksi (Lyons, 1995), distribusi (Klein, Frazier, and Roth, 1990), tenaga penjualan (Anderson, 1985; Anderson and Schmittlein, 1984) dan R&D (Robertson and Gatignon, 1998).

Internalisasi proses akumulasi juga didorong oleh transparansi informasi. Apabila pengetahuan atas suatu aktivitas atau suatu sumber daya tidak lah bersifat unik, maka *vertical integration* dapat meminimalkan kebocoran atau pantauan kompetitor (Teece, 1986). *Opacity* suatu asset juga membuat ukurannya sering kali tidak akurat atau tidak dapat diverifikasi secara kasat mata karena adanya *tacit knowledge* dan hubungan kausalitas yang ambigu dari kumpulan asset yang ada. Apabila asset yang unik tersebut membutuhkan asset tambahan lain atau keahlian lain, maka proteksi imitasi akan semakin sulit bagi pihak luar karena dua hal tersebut, bahkan setelah informasi asset tersebut terbuka ke kompetitor (Pisano, 1990; Gambardella, 1992; Szulanski, 1996). Untuk menjamin keunikan suatu asset dapat diperoleh dan/atau dapat terus terjaga perusahaan akan lebih memilih membangunnya secara internal daripada memperolehnya dari pihak eksternal. Argyres (1996) membuktikan bahwa alasan utama perusahaan teknologi tinggi untuk membangun secara internal karena asset tersebut spesifik dan memilih *in-house production* untuk beberapa aktivitasnya sebagai respons atas ancaman pemanfaatan informasi tersebut oleh kompetitor. Proteksi atas ancaman tersebut kemudian

diikuti dengan pengurusan patent atau prosedur kerahasiaan internal perusahaan.

Teori Struktur Kapital dan Hasil Uji Empiriknya

Setelah melakukan survey sejumlah besar riset empirik atas struktur capital perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat, Harris dan Raviv (1991) menyimpulkan bahwa leverage meningkat dengan semakin besarnya asset tetap, non debt tax shields, dan ukuran perusahaan, dan cenderung menurun dengan semakin besarnya peluang investasi, biaya pemasaran, probabilitas kemungkinan bangkrut, profitabilitas, dan keunikan produk. Hasil uji empirik ini mendukung beberapa kerangka teoretis. Misalnya besarnya asset tetap yang dapat berfungsi sebagai kolateral hutang menyebabkan rendahnya *agency costs of debt* dimana pemberi hutang dapat lebih terlindungi dari keputusan manajer dan pemegang saham yang berisiko. Peluang pertumbuhan yang direpresentasikan jumlah asset tidak berwujud berhubungan terbalik dengan jumlah hutang perusahaan. Hutang perusahaan berhubungan terbalik dengan *bankruptcy costs* (yang ditunjukkan oleh *cash flows volatility* dan *default probability*). Hubungan terbalik antara tingkat profitabilitas dan rasio hutang membuktikan *pecking order theory* dimana pola pendanaan dipengaruhi oleh adanya *information asymmetries* antara *potential lenders* dan manajer.

Rajan dan Zingales (1995) menemukan bahwa *tangibility*, *growth options*, *size* dan *profitability* memiliki efek yang sama terhadap leverage pada perusahaan-perusahaan Negara G-7 (Amerika Serikat, Jepang, Jerman, Perancis, Italia, United Kingdom, dan Kanada). Walaupun sistem perpajakan dan *bankruptcy laws* dan struktur kepemilikan dapat menyebabkan heterogenitas struktur

capital antar negara, hasil uji Rajan dan Zingales (1995) dan Harris dan Raviv (1991) mendukung hipotesis *asset tangibility* dan ukuran perusahaan berhubungan positif terhadap leverage sedangkan *growth options* dan profitabilitas berhubungan negative.

METODE ANALISIS

Variabel Dependen

Financial leverage diukur dengan dua ukuran yaitu rasio nilai buku total hutang terhadap nilai buku total kapital perusahaan dan rasio nilai buku total hutang terhadap nilai buku total hutang ditambah nilai pasar total ekuitas (Titman dan Wessels, 1988).

Variabel Proxy untuk Keunikan Asset Strategis

Untuk mengukur *specificity and opacity level of asset* penulis menggunakan rasio beban R&D yang dilakukan secara internal terhadap total penjualan. Pengetahuan teknis yang diperoleh secara internal akan membuat kapabilitas perusahaan bersifat unik dan tidak transparan. R&D yang menggunakan pihak eksternal seperti subkontrak perusahaan lain, universitas, atau lembaga penelitian tergolong investasi pada asset yang tidak spesifik dan cukup transparan karena adanya kolaborasi pihak luar. Riset sebelum ini menggunakan rasio beban R&D terhadap penjualan bersih sebagai proxy besarnya *intangible assets* (Balakrishnan dan Fox, 1993; Bradley et al., 1984; Titman dan Wessels, 1988). Hubungan antara intensitas R&D dan posisi hutang telah diterima secara luas melalui riset-riset (Baysinger dan Hoskisson, 1989; Hoskisson, Johnson, dan Moesel, 1994).

Rasio biaya pemasaran terhadap penjualan bersih telah digunakan sebagai proxy atas tingkat keunikan asset perusahaan (Titman dan Wessels, 1988;

Bradley et al., 1984). Namun menurut Balakrishnan dan Fox (1993) investasi ini lebih mencerminkan reputasi perusahaan karena tujuan iklan atau promosi adalah menyebarkan informasi berkaitan dengan perusahaan dan produk-produknya kepada konsumen yang telah ada sebelumnya dan kepada konsumen potensial. Biaya pemasaran dapat dilihat sebagai investasi yang dapat memfasilitasi perusahaan dalam mengakses sumber pendanaan eksternal. Oleh karenanya efek biaya pemasaran terhadap rasio hutang dipengaruhi oleh dimensi *specifity* atau *opacity* yang dominan membentuk keunikan suatu asset yang spesifik yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Dimensi *opacity* suatu asset dapat sama apabila perusahaan secara luas dan intens mengkomunikasikannya ke pihak luar dan dapat berdampak negative kepada perusahaan dalam jangka panjang.

Investasi dalam bentuk human capital merupakan salah satu petunjuk seberapa tinggi tingkat keunikan dan kerahasiaan asset perusahaan. Beberapa pengukuran yang digunakan adalah rata-rata lama bekerja dan employee turnover. Menurut Titman (1984), apabila seorang pegawai atau supplier tertentu dibutuhkan untuk menciptakan investasi yang spesifik maka kesediaan mereka berkolaborasi sangat mempengaruhi probabilitas kebangkrutan perusahaan dan oleh karenanya financial leverage sangat dipengaruhi oleh investasi kepada para kolaborator ini. Oleh karena itu penulis menggunakan rasio biaya gaji pegawai terhadap total biaya perusahaan sebagai alat ukur tingkat keunikan dan kerahasiaan asset perusahaan. Pengukuran ini akan lebih akurat dalam mengukur kedua hal tersebut dibandingkan dengan alat ukur yang telah digunakan oleh para peneliti sebelum ini.

Control variables

Rajan dan Zingales (1995) mengukur growth options dengan menggunakan market-to-book equity ratio, namun hal ini dikritik oleh karena adanya problem endogenitas seperti yang ditunjukkan oleh riset sebelumnya (Fama dan French, 1992; Bhandari, 1983). Menurut Titman dan Wessels (1988) peluang pertumbuhan ditunjukkan oleh proxy variable atas keunikan asset yang telah dijelaskan di atas yaitu intensitas R&D dan pemasaran. Ukuran lain dari peluang pertumbuhan adalah sales growth (Slater, 1996; Barton dan Gordon, 1988), dan variasi rasio investasi pada asset tetap (Balakrishnan dan Fox, 1993; Titman dan Wessels, 1988). Vicente-Lorente (2001) menggunakan *net capital investment expenditure* terhadap total assets. Penulis menggunakan pertumbuhan penjualan sebagai proxy peluang pertumbuhan.

Semakin besar nilai asset berwujud yang dimiliki perusahaan semakin mudah perusahaan memperoleh posisi yang lebih baik di hadapan pemberi hutang. Dalam situasi bangkrut, liquidation costs menjadi lebih rendah (Alderson and Betker, 1996). Hal ini lah yang menyebabkan adanya hubungan positif antara leverage dengan rasio asset tetap terhadap total asset yang konsisten pada riset-riset sebelum ini (Bradley et al., 1984; Titman dan Wessels, 1988; Harris dan Raviv, 1991; Rajan dan Zingales, 1995). Vicente-Lorente (2001) menggunakan rasio total persediaan ditambah nilai bersih mesin, pabrik, dan peralatan terhadap total asset.

Depresiasi dan non cash transaction lainnya memberi ruang bagi perusahaan untuk mengurangi jumlah hutangnya tanpa harus menurunkan kapasitas produksinya. Hal ini lah yang memunculkan hipotesis adanya hubungan negative antara *non debt tax shield* dengan *financial leverage*. Namun uji empirik menunjukkan hasil yang belum konvergen dan bahkan

bertentangan (Harris dan Raviv, 1991). Karena asset tetap berkorelasi kuat dengan depresiasi, maka besarnya nilai depresiasi tidak menangkap besaran tax shields namun lebih pada dimensinya sebagai kolateral hutang (Balakrishnan dan Fox, 1993). Titman dan Wessels (1988) mengusulkan alat ukur alternatif untuk *nondebt tax shields* (NDT) yang mudah dihitung dari data akuntansi dengan formula:

$$T = \tau(OI - i - NDT) \quad (1)$$

T = Pajak Pendapatan Perusahaan,

τ = Tingkat Pajak Perusahaan

I = Bunga hutang

OI = Pendapatan Usaha

NDT = non debt tax shields.

Penulis menggunakan variable control rasio NDT terhadap total net assets.

Adanya adverse selection dalam proses pemberian kredit dan adanya pecking order theory mendorong prediksi hubungan negative antara leverage dan profitabilitas karena adanya keuntungan pendanaan secara internal (Myers and Majluf, 1984). Hampir semua uji empirik sesuai dengan prediksi ini (Titman dan Wessels, 1988; Harris dan Raviv, 1991; Barton dan Gordon, 1988). Beberapa peneliti menggunakan ROE sebagai ukuran profitabilitas, namun indikator ini dapat bias karena laba bersih telah dikurangi besarnya bunga pinjaman yang merupakan output dari kebijakan pendanaan itu sendiri. Oleh karenanya penulis akan menggunakan laba usaha dibagi dengan total asset bersih.

Beberapa peneliti sebelum ini mencoba membuktikan hubungan terbalik antara leverage dengan probabilita bangkrut (Castanias, 1983; Marsh, 1982). Dispersi dari arus kas umumnya digunakan sebagai proxy dari probabilita bangkrut, dan menunjukkan hasil yang konvergen

(Balakrishnan dan Fox, 1993; Barton dan Gordon, 1988; Titman dan Wessels, 1988). Hasil yang mereka peroleh patut diduga menjadi bias karena mereka menggunakan ukuran deviasi absolute yaitu standar deviasi dari persentase perubahan arus kas yang akan memunculkan problem heteroskedastisitas. Untuk mengatasi hal ini penulis akan menggunakan metode Ocaia, Salas, dan Valles (1994) yang menghitung probabilita bangkrut dengan formula berikut ini:

$$PD = \left[\frac{\text{Standardized } \sigma_{OI}}{(E\{OI\} + EQ)} \right]^2 \quad (2)$$

PD = Probability of default PD

Standardized σ_{OI} = Standar Deviasi Pendapatan Usaha distandarkan dengan nilai asset

OI = Pendapatan Usaha

EQ = Nilai Buku Ekuitas

Perusahaan dikategorikan pailit ketika kerugian operasionalnya melebihi total ekuitasnya. Standar deviasi dari pendapatan operasional distandardisasi dengan ukuran perusahaan. Probabilita kebangkrutan adalah rasio antara standar deviasi pendapatan operasi dibagi dengan jumlah rata-rata pendapatan operasi dengan nilai buku ekuitas. Persamaan tersebut mengikuti Chebychev inequality, yang menyatakan

$$\text{Prob}\{ |X - \mu| > \varepsilon \} < (\sigma/\varepsilon)^2$$

Dimana μ dan σ adalah rata-rata dan standar deviasi dari random variable X, dan ε adalah konstanta tertentu. Formula di atas mengasumsikan pendapatan usaha sebagai random variable dan $\varepsilon = (E\{OI\} + EQ)$.

Ukuran perusahaan telah banyak diteliti pengaruhnya terhadap kebijakan capital perusahaan (Harris dan Raviv, 1990). Perusahaan besar dan dikenal baik oleh para analis akan cenderung

mendapatkan akses dan biaya pendanaan yang lebih baik dibandingkan perusahaan kecil dan relative belum dikenal. Oleh karena itu untuk melihat pengaruhnya terhadap struktur capital perusahaan, penulis akan menggunakan logaritma normal dari nilai penjualan perusahaan. Demikian pula dengan pengaruh industri yang memiliki karakteristik risiko yang spesifik sehingga akan mempengaruhi kebijakan kapitalnya. Struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia yang unik diduga turut mempengaruhi kebijakan struktur kapital nya. Perusahaan-perusahaan milik negara (BUMN) memiliki ruang yang lebih sempit dalam memutuskan untuk mengeluarkan saham baru karena harus melalui prosedur yang lebih berliku sampai harus mendapatkan ijin menteri dan DPR. Oleh karena itu perusahaan BUMN akan dibedakan dengan sebuah variable dummy. Demikian juga dengan perusahaan-perusahaan yang berada dalam satu grup usaha atau holding tertentu yang kebijakan kapitalnya sangat dipengaruhi oleh keputusan holdingnya. Borrowing capacity dari perusahaan yang bergabung dalam sebuah holding dapat meningkat sedemikian rupa karena adanya semacam *endorsement* dari holding perusahaan kepada bank, misalnya. Perusahaan seperti ini juga akan dilihat pengaruhnya dengan diberi sebuah variable dummy juga.

Teknik Analisis Data

Data yang digunakan adalah seluruh perusahaan terbuka di luar perusahaan industri keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2000 sampai 2009 dan memiliki laporan keuangan yang lengkap yang menampilkan

seluruh data untuk semua variable yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Jumlah perusahaan yang menjadi sample adalah 169 perusahaan. Model empiric yang digunakan adalah model data panel fixed effect. Hasil olah data dapat dilihat pada Tabel 1

HASIL ANALISIS

Pada Tabel 1 dapat dilihat semua variable tidak signifikan kecuali untuk WAGES yaitu rasio antara jumlah gaji dengan nilai penjualan. Proses akumulasi kompetensi dan kapasitas asset yang unik tidak terjadi melalui penelitian dan pengembangan secara internal. Komunikasi pemasaran sebagai upaya menyebarkan informasi keunikan asset dan produk perusahaan kepada konsumen juga tidak signifikan mempengaruhi leverage. Proses akumulasi keunikan asset secara internal dan upaya penjagaannya dari pihak eksternal dapat disimpulkan lebih banyak melalui instrument gaji, tunjangan dan pelatihan karyawan. Perusahaan Indonesia masih belum terlampaui serius membangun *distinctive competence* melalui proses penelitian dan pengembangan yang sistematis dan terencana. Bentuk paling banyak yang digunakan perusahaan Indonesia dalam upaya tersebut masih dalam bentuk pelatihan karyawan dan kemudian memberikan pendapatan karyawan yang tinggi untuk menjaga loyalitas karyawan untuk tetap bertahan bekerja untuk perusahaan dan sekaligus menjaga kerahasiaan internal perusahaan.

Tabel: 1
Hasil Uji Empirik dengan Fixed Effect Model

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

R&D	-12.99883	53.37296	-0.243547	0.8076
Marketing Cost	-0.089108	0.679742	-0.131090	0.8957
WAGES	3.363085	1.020242	3.296362	0.0010
SALES GROWTH	-0.000950	0.024201	-0.039244	0.9687
EBIT/SALES	-0.000722	0.002933	-0.246019	0.8057
NonDebt Tax Shield	0,000044	0.001878	0,004378	0,8700
DEFAULT Probability	-1.02E-05	0.052E-05	2.167401	0.0071
BUMN	-0.273191	0.508502	-0.537246	0.5912
GROUP	0.156056	0.242372	0.643870	0.5197
R-squared	0.4187	Mean dependent var	0.510711	
Adjusted R-squared	0.4011	S.D. dependent var	4.127278	
S.E. of regression	4.144600	Akaike info criterion	5.686263	
Sum squared resid	28583.70	Schwarz criterion	5.712204	
Log likelihood	-4745.716	Hannan-Quinn criter.	5.695874	
Durbin-Watson stat	2.010232			

Demikian juga dengan variable control, tidak ada yang signifikan kecuali probabilita default. Signifikannya variabel ini menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko gagal bayar perusahaan, struktur kapitalnya akan semakin didominasi ekuitas. Variabel control yang lain tidak signifikan. Hal ini menunjukkan adanya kondisi empirik yang berbeda dengan teori yang telah berkembang di literature ilmiah yang ada. Hal ini sangat besar kemungkinan disebabkan oleh kondisi perusahaan di Indonesia dan praktek bisnis yang mereka lakukan atau praktek akuntansi yang jamak dijalankan. Posisi perusahaan sebagai perusahaan BUMN dan perusahaan yang tergabung dalam holding grup bisnis tertentu juga tidak signifikan mempengaruhi leveragennya

Perusahaan Indonesia secara umum belum melakukan akumulasi asset spesifik secara internal. Mereka lebih banyak mengimpor langsung teknologi dan asset-asset yang mereka butuhkan. Kespesifikan asset perusahaan Indonesia tidak dapat ditangkap menggunakan metode pengukuran yang telah berkembang di dalam literature ilmiah yang ada. Namun uji empiric penelitian ini menunjukkan biaya gaji sangat signifikan mempengaruhi leverage perusahaan. Dapat ditarik

kesimpulan perusahaan Indonesia baru sampai pada tahap menjaga kerahasiaan kepemilikan dan proses akumulasi internal asset yang spesifik dengan memberikan gaji yang cukup tinggi kepada karyawannya sehingga loyalitas karyawan dapat dijaga dan kebocoran informasi kepada competitor dapat dicegah.

Namun faktor lain dapat pula menyebabkan hasil uji empirik menjadi seperti di atas yaitu prosedur akuntansi yang berlaku di Indonesia menyebabkan angka yang tercermin di laporan keuangan tidak mencerminkan kondisi yang sebenarnya ada di lapangan. Misalnya tentang pencatatan biaya riset dan pengembangan yang secara akuntansi kurang menguntungkan bagi perusahaan karena harus diakui sebagai biaya pada tahun berjalan. Mungkin saja, perusahaan melakukan riset dan pengembangan namun alokasi biayanya diupayakan sedemikian rupa hingga dapat lebih menguntungkan perusahaan dari sisi pelaporan laba ruginya. Biaya pemasaran juga patut dicurigai akurasi pencatatannya secara riil karena pada prakteknya biaya-biaya lobby dan biaya entertainment dalam upaya memperoleh suatu proyek seringkali digabung dalam pos biaya pemasaran. Padahal praktek bisnis yang masih cukup

banyak dijalankan di lingkungan usaha yang tinggi tingkat korupsinya seperti di Indonesia sangat besar mempengaruhi nilai biaya lobby dan entertainment tersebut.

KESIMPULAN

Karakteristik asset perusahaan Indonesia tidak secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur kapitalnya. Proses akumulasi *distinctive competence* secara internal dan penjagaannya dari upaya mengkomunikasikannya kepada konsumen dan masyarakat pada umumnya tidak secara signifikan mempengaruhi level leverage. Namun upaya pencegahan peniruan keunikan asset perusahaan oleh pihak eksternal melalui penjagaan rahasia internal perusahaan dengan instrument gaji terbukti signifikan mempengaruhi leverage. Proses akumulasi *distinctive competence* diduga juga masih lebih banyak dalam bentuk pelatihan karyawan yang tujuannya lebih besar dalam rangka meningkatkan keterampilan dan pengetahuan karyawan untuk menggunakan dan memanfaatkan teknologi yang diperoleh perusahaan dari sumber-sumber luar.

Karakteristik perusahaan seperti prospek bisnis, BUMN, anggota holding grup bisnis tertentu tidak signifikan mempengaruhi tingkat leverage perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Alderson M J, Betker BL. (1996). Liquidation costs and accounting data. *Financial Management* 25: 25-36.

Anderson E. (1985). The salesperson as outside agent or employee: a

transaction cost analysis. *Marketing Science* 4: 234-254.

Anderson E , Schmittlein D C. (1984). Integration of the sales force: an empirical examination, *Rand Journal of Economics* 15: 385-395.

Ang J, Chua J, McConnell J. (1982). The administrative costs of corporate bankruptcy: a note. *Journal of Finance* 37: 219-226.

Argyres N. (1996). Evidence on the role of firm capabilities in vertical integration decisions. *Strategic Management Journal* 17(2): 129-150.

Balakrishnan S, Fox I. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity, and capital structure *Strategic Management Journal* 14(1): 3-16.

Barclay MJ, Smith CW. (1995). The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance* 50: 609-632.

Barney J. (1986). Strategic factor markets: expectations, luck, and business strategy. *Management Science* 32: 1231-1241.

Barton SL, Gordon PJ. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal* 9(6): 623-632.

Baysinger B , Hoskisson R E. (1989). Diversifications strategy and R&D intensity in multiproduct firms. *Academy of Management Journal* 32: 310-332.

Bettis R. (1983). Modern finance theory, corporate strategy, and public policy: three conundrums. *Academy of Management Review* 8: 406-415.

Bradley M, Jarrell G, Kim E. (1984). On the existence of an optimal capital

- structure. *Journal of Finance* 39: 857-878.
- Castanias R. (1983). Bankruptcy risk and optimal capital structure. *Journal of Finance* 38: 1617-1635.
- Dierickx I, Cool K. (1989). Assets stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science* 35: 1504-1511.
- Fama EF, French KR. (1992). The cross-section of expected returns. *Journal of Finance* 47: 427-465.
- Fama EF, French KR. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *Journal of Finance* 51:55-84.
- Friend I, Lang L. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance* 43: 271-281.
- Gambardella A. (1992). Competitive advantages from inhouse scientific research: the U.S. pharmaceutical industry in the 1980s. *Research Policy* 21: 391-407.
- Godfrey PC, Hill WL. (1995). The problem of unobservables in strategic management research. *Strategic Management Journal* 16(7): 519-533.
- Grant RM. (1991). The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. *California Management Review* Spring: 114-135.
- Griliches Z. (1992). The search for R&D spillovers. *Scandinavian Journal of Economics* 94: (Suppl.)29-47.
- Grossman S, Hart O. (1986). The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy* 94: 691-719.
- Harris M, Raviv A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance* 46: 297-355.
- Kale JR, Noe TH, Ramirez GG. (1991). The effect of business risk on corporate capital structure: theory and evidence. *Journal of Finance* 46: 1693-1716.
- Klein B, Crawford R, Alchian A. (1978). Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. *Journal of Law and Economics* 21: 297-326.
- Klein B, Frazier GL, Roth VJ. (1990). A transaction cost analysis model of channel integration in international markets. *Journal of Marketing Research* 27: 196-208.
- Koput KW. (1997). A chaotic model of innovative search: some answers, many questions. *Organization Science* 8: 528-542.
- Lippman S, Rumelt R. (1982). Uncertain imitability: an analysis of interfirm differences under competition. *Bell Journal of Economics* 13: 418-439.
- Lyons BR. (1995). Specific investment, economies of scale, and the make-or-buy decision: a test of transaction cost theory. *Journal of Economic Behavior and Organization* 26: 431-443.
- Marsh P. (1982). The choice between equity and debt: an empirical study. *Journal of Finance* 37: 121-144.
- Modigliani F, Miller M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 53: 575-592.
- Modigliani F, Miller M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review* 53: 433-443.
- Monteverde K, Teece DJ. (1982). Supplier switching costs and vertical integration in the automobile industry. *Bell Journal of Economics* 13: 206-213.

- Montgomery CA. (1995). Of diamonds and rust: a new look at resources. In *Resource-Based and Evolutionary Theories of the Firm: Towards a Synthesis*, Montgomery CA (ed). Kluber: Boston, MA; 251-268.
- Myers SC. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5: 147-175.
- Myers SC, Majluf NS. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Ocacia C, Salas V, Valles J. (1994). Un analisis empirico de la financiacion de la pequena y mediana empresa manufacturera espaola: 1983-1989. *Moneda y Credito* 199: 57-96.
- Opler TC, Titman S. (1994). Financial distress and corporate performance. *Journal of Finance* 49: 1015- 1040.
- Peteraf M. (1993). The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic Management Journal* 14(3): 179-191.
- Pisano G. (1990). The boundaries of the firm: an empirical analysis. *Administrative Science Quarterly* 35: 153-176.
- Porter M. (1980). *Competitive Strategy*. Free Press: New York.
- Prahalad CK, Hamel G. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review* 68(3): 79-91.
- Rajan RG, Zingales L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50: 1421-1460.
- Robertson TS, Gatignon H. (1998). Technology development mode: a transaction cost conceptualization. *Strategic Management Journal* 19(6): 515-531.
- Smith CW, Watts RL. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32: 263-292.
- Stiglitz JE. (1988). Why financial structure matters? *Journal of Economic Perspectives* 2: 121-126.
- Szulanski G. (1996). Exploring internal stickiness: impediments to the transfer of best practice within the firm. *Strategic Management Journal*, Winter Special Issue 17: 27-43.
- Teece DJ. (1986). Profiting from technological innovation: implications for integration, collaboration, licensing and public policy. In *The Competitive Challenge*, Teece DJ (ed). Harper & Row: New York; 185-219.
- Thietart RA, Forgues B. (1995). Chaos theory and organization. *Organization Science* 6: 19-31.
- Titman S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics* 13: 137-151.
- Titman S, Wessels R. 1988. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance* 43: 1-19.
- Wererfelt B. 1984. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal* 5(2): 171-180.
- Williamson OE. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Free Press: New York.
- Williamson OE. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press: New York.
- Williamson OE. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance* 43: 567-592.

- Winter SG. (1987). Knowledge and competence as strategic assets. In *The Competitive Challenge*, Teece DJ (ed). Harper & Row: New York; 159-183.
- Yao DA. 1988. Beyond the reach of the invisible hand: impediments to economic activity, market failures, and profitability. *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue 9: 59-70.