

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### II.1 Bank

Pengertian bank menurut Pasal 1 Undang-undang No.7 Tahun 1992 tentang perbankan sebagaimana telah diubah dengan Undang-undang No.10 Tahun 1998 adalah:

*Badan usaha yang menghimpun dana dari masyarakat dalam bentuk simpanan dan menyalurkan kepada masyarakat dalam bentuk kredit dan atau bentuk-bentuk lainnya dalam rangka meningkatkan taraf hidup masyarakat banyak.*

Kegiatan utama bank dapat dikelompokkan menjadi tiga yaitu:

##### 1. *Funding*

Bank dapat menghimpun dana dari masyarakat dalam berbagai bentuk. Namun dana-dana utama yang dihimpun adalah giro (*demand deposit*), tabungan (*saving deposit*), deposito berjangka (*time deposit*), dan sertifikat deposito (*certificate of deposit*).

##### 2. *Lending*

Pinjaman yang diberikan oleh bank diartikan sebagai penyediaan uang atau tagihan yang dapat dipersamakan dengan itu berdasarkan persetujuan atau kesepakatan pinjam-meminjam antara bank dengan pihak lain yang mewajibkan pihak peminjam untuk melunasi hutangnya setelah

jangka waktu tertentu dengan menghasilkan pendapatan bunga. Dalam kondisi normal pendapatan bunga dari pinjaman yang diberikan oleh bank ini memiliki porsi terbesar dari total pendapatan bank.

### 3. *Services*

Jasa-jasa lain yang umumnya ditawarkan oleh bank adalah transfer (kiriman uang), kliring (*clearing*), *letter of credit* (L/C), menerima setoran-setoran, dan melayani pembayaran-pembayaran.

## **II.2 Kredit**

Kredit atau pinjaman yang diberikan oleh bank adalah salah satu aktiva produktif bank yang mengandung risiko baik dalam bentuk rupiah maupun valuta asing yang dimiliki oleh bank dengan maksud untuk memperoleh penghasilan.

Undang-undang Republik Indonesia No.10 tahun 1998 pasal 1 ayat 11 memberikan uraian mengenai kredit sebagai berikut:

*Kredit adalah penyediaan uang atau tagihan yang dapat dipersamakan dengan itu, berdasarkan persetujuan atau kesepakatan pinjam-meminjam untuk melunasi hutangnya setelah jangka waktu tertentu dengan pemberian bunga.*

Banyak ahli memberikan definisi mereka tentang kredit. Mac Leod menyatakan bahwa *credit is the personal reputation a person has, in consequence of which he can buy money or goods or labor, by giving in exchange for them, a promise to pay at a future time.* Sementara itu Tucker menyatakan bahwa kredit adalah *the transfer of something valuable*

*to another, whether money, goods, or services in the confidence that he will be both willing and able, at a future day, to pay its equivalent.*

Berdasarkan definisi-definisi di atas mengenai kredit, dapat kita ambil kesimpulan bahwa kredit baru akan diberikan ketika ada kepercayaan antara debitur dan kreditur dimana pemberi kredit (kreditur) benar-benar yakin bahwa penerima kredit (debitur) akan mengembalikan pinjaman yang diterimanya sesuai dengan jangka waktu dan syarat-syarat yang telah disetujui oleh kedua pihak.

Dalam memberikan pinjamannya kepada pihak lain, bank menghadapi risiko yang disebut sebagai risiko kredit (*credit risk*). Risiko kredit sering juga disebut risiko gagal tagih (*default risk*), yaitu risiko yang dihadapi karena ketidakmampuan nasabah membayar bunga kredit dan mencicil pokok pinjaman. Risiko ini akan semakin besar bila bank tidak mampu meningkatkan atau memperbaiki kualitas kredit yang disalurkan.

Bagi bank, risiko kerugian menyusul terjadinya *credit risk* merupakan risiko yang wajar terjadi mengingat hal itu terkait dengan bisnis intinya yang merupakan *lending-based business*. Tambahan pula, bank merupakan lembaga dengan tingkat *leverage* atau *debt-equity ratio* yang tinggi. Fakta itu telah menyebabkan permodalan bank dapat tergerus habis seketika dalam waktu singkat bila para debiturnya memiliki *default rates* yang tinggi.

Bank dapat menerapkan sejumlah teknik dan kebijakan yang berbeda-beda dalam mengendalikan risiko kredit. Hal ini ditunjukkan untuk menekan serendah mungkin kemungkinan atau konsekuensi dari terjadinya kerugian akibat gagal kredit (*credit loss*). Umumnya bank melakukan perhitungan-perhitungan yang mendalam yang meliputi

berbagai prinsip-prinsip tertentu dalam menilai debitur sebelum memberikan pinjaman.

Prinsip tersebut dikenal dengan sebutan 5C<sup>3</sup> yaitu:

1. *Character*

*Character* para calon peminjam merupakan salah satu pertimbangan yang terpenting dalam memutuskan pemberian kredit. Bank sebagai pemberi kredit harus yakin bahwa calon peminjam termasuk pihak yang memiliki reputasi yang baik, selalu menepati janjinya, selalu berusaha dan bersedia melunasi hutangnya pada waktu yang telah ditetapkan. Untuk mengetahui bahwa calon peminjam mempunyai karakter yang sesuai dengan persyaratan bank tidaklah mudah, terutama untuk debitur yang baru pertama kali melakukan pinjaman. Sedangkan untuk debitur lama yang akan memperpanjang pinjamannya, dapat dilihat dari kinerja kreditnya pada masa lalu, apakah pengembaliannya cukup lancar atau pernah mengalami hambatan dan kemacetan. Oleh karena itu dalam upaya penyelidikan tentang karakter ini, pihak bank haruslah mengumpulkan data dan informasi-informasi dari pihak yang dapat dipercaya.

2. *Capacity*

*Capacity* berkaitan dengan kemampuan peminjam mengelola usahanya secara sehat untuk kemudian memperoleh laba sesuai yang diperkirakan. Penilaian kemampuan tersebut perlu untuk mengetahui sejauh mana hasil usaha debitur dapat membayar semua kewajibannya (*ability to pay*) tepat pada waktunya sesuai dengan perjanjian kredit. Selanjutnya untuk

---

<sup>3</sup> Siamat, Dahlan, *Manajemen Lembaga Keuangan*, Edisi Ketiga, Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI, 2001. Hlm.171.

mengukur *capacity* debitur harus dilakukan penelitian terhadap kemampuannya di bidang manajemen, bidang keuangan, pemasaran, dan kemampuan di bidang teknis. Dengan demikian penilaian kemampuan ini pada dasarnya berkaitan dengan kemampuan debitur untuk mengelola usahanya sehingga dapat berkembang dengan memanfaatkan pinjaman dari bank.

### 3. *Capital*

Penilaian modal dilakukan untuk melihat apakah debitur memiliki modal yang memadai untuk menjalankan dan memelihara kelangsungan usahanya. Semakin besar jumlah modal yang ditanamkan oleh debitur ke dalam usaha yang akan dibiayai dengan dana bank semakin menunjukkan keseriusan debitur untuk menjalankan usahanya tersebut. Di samping itu, besarnya modal akan memperkuat daya tahan usaha debitur menghadapi siklus atau fluktuasi bisnis. Penilaian terhadap permodalan ini penting mengingat kredit yang diberikan bank hanya sebagai tambahan pembiayaan dan bukan untuk membiayai keseluruhan dana atau modal yang dibutuhkan debitur. Karena itu idealnya, jumlah kredit bank tidak melebihi jumlah modal yang ditanamkan debitur. Modal yang dimaksudkan di sini dapat berupa barang-barang bergerak dan tidak bergerak.

### 4. *Collateral*

Penilaian barang jaminan (*collateral*) yang diserahkan debitur sebagai jaminan atas kredit bank yang diperolehnya adalah untuk mengetahui sejauh mana nilai barang jaminan atau agunan tersebut dapat

menutupi risiko kegagalan pengembalian kewajiban-kewajiban debitur. Fungsi jaminan di sini adalah sebagai alat pengamanan terhadap kemungkinan tidak mempunya debitur melunasi kewajibannya. Dalam hubungan ini suatu proyek yang akan dibiayai mungkin *feasible* namun belum tentu *bankable* atau memenuhi syarat untuk memperoleh kredit bank akibat misalnya tidak memadainya jaminan.

#### 5. *Condition of Economy*

Prinsip C terakhir adalah kondisi ekonomi yaitu berkaitan dengan keadaan perekonomian suatu saat yang secara langsung mempengaruhi kegiatan usaha debitur. Untuk meneliti kondisi ekonomi perlu diperhatikan keadaan konjuktur. Begitu pula peraturan-peraturan dan kebijakan pemerintah yang mungkin akan berdampak pada perekonomian secara regional, nasional, dan internasional terutama yang berhubungan dengan sektor usaha debitur. Kondisi ekonomi yang perlu diperhatikan antara lain mencakup yaitu pertama, masalah pemasaran yang meliputi perkiraan permintaan, daya beli masyarakat, luas pasar, persaingan, barang substitusi, dan sebagainya. Kedua, masalah proses produksi yang berkaitan dengan perkembangan teknologi, ketersediaan bahan baku, dan sebagainya. Ketiga, keberadaan pasar modal dan pasar uang, kredit penjual, kredit pembeli dan perubahan suku bunga dan sebagainya<sup>4</sup>.

### **II.3 Capital Structure**

---

<sup>4</sup> Ibid. Hlm.173.

Struktur modal merupakan pilihan yang diambil perusahaan dalam rangka membiayai dirinya sendiri, menggunakan kombinasi dari ekuitas atau saham, hutang maupun instrumen keuangan *hybrid*. Karenanya dapat dikatakan bahwa struktur modal merupakan kombinasi dari berbagai kewajiban yang harus diselesaikan oleh perusahaan. Pinjaman yang diberikan oleh bank merupakan salah satu bentuk pembiayaan yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan dalam membentuk struktur permodalannya.

Beberapa pertanyaan yang sering diperdebatkan adalah mengenai pengaruh pilihan sumber pendanaan terhadap nilai perusahaan secara keseluruhan. Karakteristik yang dimiliki sumber pendanaan adalah berbeda-beda, sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan secara berbeda-beda pula, dan terdapat banyak teori yang memprediksikan hubungan antara kedua hal tersebut. Karakteristik tersebut antara lain adalah biaya bunga dari pinjaman, harga pasar dari hutang yang diterbitkan perusahaan, tingkat risiko kebangkrutan, jumlah dividen kepada pemegang saham, harga pasar dari saham, biaya pajak yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan/kesejahteraan pemilik, dan faktor lainnya.

Beberapa teori tentang struktur modal yang paling banyak mendapat perhatian adalah teori yang diteliti oleh Modigliani-Miller (1958), Jensen dan Meckling (1976), dan Myers (1984). Yang akan dijabarkan dalam penelitian ini adalah dua teori terakhir yang berhubungan dengan penelitian ini.

### **II.3.1 *The Tradeoff Theory***

*The tradeoff theory* ini menekankan bahwa perusahaan akan senantiasa menyeimbangkan antara manfaat yang diperoleh dari mempergunakan hutang dengan

biaya yang harus dikeluarkan akibat penggunaan hutang. Dalam teori ini terdapat anggapan bahwa struktur modal optimal dapat diperoleh dengan mencapai keseimbangan antara manfaat *tax shield* dari komponen pinjaman (hutang) dengan *financial distress* dan *agency cost*. *Financial distress* adalah suatu keadaan dimana perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajibannya kepada kreditur. Sedangkan *agency cost* atau biaya keagenan adalah biaya yang timbul sebagai akibat dari inefisiensi dan pengawasan dalam upaya menjaga perusahaan menjaga keseimbangan kepentingan antara pemegang saham, kreditur, dan manajer.

Dalam *tradeoff theory* ini, biaya dan manfaat akan saling meniadakan (*tradeoff*) satu dengan yang lainnya. Teori yang menggunakan *tradeoff model* ini menunjukkan bahwa tidak tepat bagi perusahaan untuk tidak menggunakan pinjaman hutang sama sekali ataupun menggunakan hutang secara keseluruhan dalam struktur pembiayaannya. Keputusan yang disarankan adalah dengan menggabungkan komposisi yang tepat antara saham dan hutang untuk mencapai struktur modal yang optimal.

$$V_L = V_U + PV \text{ Interest Tax Shield} - PV \text{ Financial Distress} + PV \text{ Agency Costs of Outside Equity} - PV \text{ Agency Costs of Outside Debt}$$

Berdasarkan Michael C. Jensen dan William H. Meckling (1976) *agency cost* berhubungan dengan penerbitan saham perusahaan,  $\alpha$ , yang pada mulanya dimiliki sepenuhnya oleh satu orang investor. Dari sini akan timbul *agency cost of outside equity* yang akan mengurangi *market value* aset perusahaan sebesar  $(1-\alpha)$  dari aset yang digunakan untuk kepentingan pribadi pemilik perusahaan tadi. *Agency cost of outside equity* dapat diatasi dengan penggunaan hutang dalam sumber pendanaan perusahaan. Hutang tersebut akan berfungsi sebagai *bonding mechanism*, yang memastikan bahwa pihak manajer memiliki niat baik untuk memaksimalkan nilai perusahaan demi keuntungan

para pemegang saham. Namun demikian, perusahaan tidak serta merta menggunakan hutang dalam jumlah maksimum, karena pemakaian hutang tersebut juga menimbulkan masalah baru berupa *agency cost of outside debt*, dimana pihak kreditur harus lebih merinci kontrak dengan memperjelas apa saja yang harus dilakukan (*positive covenants*) dan yang tidak boleh dilakukan (*negative covenants*) oleh perusahaan. Dengan adanya *agency cost* tersebut, nilai optimal perusahaan akan diperoleh saat *debt-to-equity ratio* mencapai posisi dimana *agency cost* dari penambahan hutang sama dengan *agency cost* atas saham yang dibeli kembali oleh perusahaan.

Dengan kata lain, terdapat tingkat struktur modal yang unik bagi setiap perusahaan untuk bisa mencapai nilai perusahaan yang optimal.

Berdasarkan *tradeoff model* ini, terdapat beberapa kesimpulan, yaitu:

1. Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam hutang lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress*, sehingga bisa memperoleh keuntungan *tax shield* yang lebih besar.
2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable asset* seperti mesin-mesin dan properti semestinya dapat menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang nilainya terutama berasal dari *intangible asset* seperti *goodwill* dan *patent*. Jika perusahaan mengalami *financial distress*, kemungkinan terjadinya penurunan *intangible asset* akan lebih besar daripada *tangible asset*.
3. Perusahaan yang membayar pajak dengan *rate* yang lebih tinggi akan mendapatkan keuntungan penggunaan hutang yang lebih besar di masa yang akan datang, daripada perusahaan yang membayar pajak dengan *rate* yang lebih rendah.

### II.3.2 Pecking Order Hypothesis

Model *pecking order* dikembangkan oleh Stewart Myers (1984) dengan asumsi-asumsi sebagai berikut<sup>5</sup>:

- Manajer akan mempertahankan pembayaran dividen per lembar saham yang konstan, serta tidak akan menurunkan dividen jika terjadi perubahan sementara dalam laba.
- Manajer tidak memiliki target rasio hutang terhadap ekuitas, tetapi memiliki suatu hierarki dalam penggunaan sumber dana.

Pada umumnya, sebuah perusahaan memiliki tiga sumber pendanaan, yaitu laba ditahan (*retained earnings*), hutang dan saham. Laba ditahan tidak memiliki masalah dalam *adverse selection*, sedangkan hutang hanya memiliki sedikit masalah *adverse selection*. Dari sudut pandang investor luar, saham jauh lebih berisiko daripada hutang. Meskipun keduanya memiliki *adverse selection risk premium*, namun premium tersebut lebih besar pada saham. Hal ini menyebabkan seorang investor luar akan mengharapkan *rate of return* yang lebih tinggi pada saham dibandingkan hutang. Dari sudut pandang

---

<sup>5</sup> Megginson, William L., *Corporate Finance Theory*, New York: Addison Wesley, 1997. Hlm.315.

perusahaan secara internal, laba ditahan merupakan sumber pendanaan yang lebih baik dari hutang, dan hutang lebih baik daripada saham.

Berdasarkan hal-hal tersebut, teori *pecking order* ini menyatakan bahwa *internal financing* berupa laba ditahan lebih disukai daripada *external financing*, seperti hutang dan saham. Bila sumber dari dalam tidak mencukupi barulah perusahaan beralih ke sumber modal yang berasal dari luar, mulai dari yang risikonya paling kecil yaitu hutang, penerbitan obligasi, lalu penerbitan saham. Urutan ini juga sesuai dengan biaya transaksi yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh tambahan modal dari sumber-sumber tersebut.

Myers dan Nicholas S. Majluf (2001) menambah dua asumsi lain untuk lebih menggambarkan keadaan pasar modal. Pertama, terdapat *assymetric information*, dimana manajer mengetahui lebih banyak mengenai pendapatan perusahaan saat ini serta peluang investasinya, dibanding dengan investor dari luar. Kedua, manajer akan bertindak untuk kepentingan para pemegang saham yang sudah ada<sup>6</sup>. Asumsi-asumsi ini menjelaskan mengapa terkadang manajer perusahaan memutuskan untuk tidak mengambil kesempatan investasi dengan NPV yang positif jika harus dibiayai dengan penerbitan saham baru. Hal ini dikarenakan calon investor cenderung untuk tidak mempercayai informasi tentang kesempatan investasi dari manajer, dan tidak dapat membuktikan kebenaran informasi tersebut sampai beberapa saat setelah investasi diambil. Akibatnya mereka memberikan harga yang jauh lebih rendah pada saham perusahaan dibandingkan jika *assymetric information* tidak berlaku. Perusahaan kemudian berusaha mengatasi masalah ini dengan membiarkan adanya *finacial slack* yang cukup, sehingga mereka dapat membiayai sendiri investasi yang diambilnya.

---

<sup>6</sup> Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, *Principle of Corporate Finance*, 3<sup>rd</sup> ed., Singapore: McGraw-Hill, 1996.

Model Myers dan Majluf juga menjelaskan tentang reaksi pasar saham terhadap perubahan proporsi hutang pada perusahaan. Karena perusahaan dapat membiayai sendiri kesempatan investasi dengan adanya *financial slack*, atau dengan menggunakan hutang yang paling kecil risikonya, maka perusahaan hanya akan menerbitkan saham baru jika manajernya beranggapan bahwa sahamnya *overvalued*. Investor mengerti insentif yang dilakukan ini, dan karenanya akan selalu menganggap penerbitan saham baru sebagai "kabar buruk".

Sebaliknya penambahan proporsi hutang perusahaan, walaupun hal tersebut berarti semakin tingginya *bankruptcy risks* yang dihadapi perusahaan, akan dianggap "kabar baik" oleh investor, karena mereka yakin hal tersebut merupakan cara manajer menginformasikan bahwa keadaan perusahaan sebenarnya lebih baik daripada yang digambarkan oleh harga sahamnya. Semakin besar tingkat *asymmetry information* antara manajer dan pemegang saham, maka semakin besar pula kemungkinan reaksi harga saham atas sebuah *financing announcement*.

#### **II.4 Agency Theory**

Sebelum tahun 1976, ahli keuangan umumnya menggunakan standar *economic model of the firm* untuk menjelaskan perilaku perusahaan. Model ini melihat perusahaan sebagai "black box" yang memproses input menjadi output yang dapat digunakan. Sedikit pemikiran yang diberikan terhadap motivasi para manajer yang menjalankan perusahaan. Saat berbagai teori mencoba untuk mengembangkan model ini untuk melakukan penilaian terhadap fakta bahwa sebagian besar aktivitas perusahaan dijalankan oleh manajer profesional (dibandingkan oleh pengusaha atau pemilik perusahaan) dan *shareholder* yang

jumlahnya sangat banyak dan tersebar, walaupun model ini umumnya mengasumsikan bahwa manajer akan selalu bertindak untuk kepentingan para *shareholder*.

Kontribusi fundamental dari model *agency cost* dalam perusahaan diberikan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan penggabungan sifat manusia ke dalam model perilaku perusahaan. Dalam model Jensen dan Meckling, perusahaan adalah *legal fiction* yang menyediakan *nexus of contract* untuk persetujuan antara manajer, *shareholder*, supplier, konsumen dan pihak-pihak lainnya termasuk karyawan. Semua pihak ini akan berperilaku sesuai dengan tingkat *interest* mereka masing-masing, dan berharap pihak lain berperilaku sesuai dengan keinginan mereka. Dengan kata lain, model ini berpedoman pada perilaku rasional agen-agen yang memiliki *self-interested economic* yang mengerti tentang insentif semua pihak lainnya, dan mengambil langkah untuk melindungi kepentingannya dari eksploitasi yang dapat diprediksi dari pihak lainnya.

Jensen dan Meckling memulai analisisnya dengan menanyakan apa yang terjadi ketika pengusaha/pemilik perusahaan memutuskan untuk menjual fraksi kepemilikannya sebesar  $\alpha$  kepada investor luar. Pada awalnya, pengusaha memiliki 100% saham perusahaan dan menanggung semua konsekuensi (atau mendapatkan semua *reward*) dari aksi mereka. Jika pemilik perusahaan menghabiskan dana perusahaan dari keuntungan tambahan perusahaan seperti membeli *furniture* perusahaan yang mewah dan berlebihan, menghabiskan waktu dengan memperpanjang liburan, dan hal lainnya maka biaya-biaya ini ditanggung oleh pemilik perusahaan tersebut. Tetapi, ketika perusahaan menjual sejumlah  $\alpha$  dari jumlah saham perusahaan kepada investor luar, pemilik perusahaan tersebut tidak lagi menanggung semua biaya dari konsumsi tadi, tetapi hanya menanggung sebesar  $1 - \alpha$  dari biaya tersebut. Ketika konsumsi dari penghasilan tersebut dirasa menyenangkan dan umumnya tidak memerlukan kerja keras, akan menyebabkan pengusaha yang rasional

bekerja lebih sedikit dan menghabiskan lebih banyak konsumsi pada penghasilan tambahan tersebut dengan turunnya jumlah kepemilikan sahamnya dalam perusahaan tersebut.

Jensen dan Meckling meluaskan modelnya dengan menunjukkan bahwa dengan mengeluarkan hutang dapat mengatasi masalah *agency cost* dari menerbitkan saham, dan bagaimana keberadaan terlalu banyak hutang dapat menimbulkan *agency problem* yang berbeda pula.

## II.5 *Financial Intermediary*

*Financial intermediary* yang biasanya dilakukan oleh bank komersial yaitu dengan mengumpulkan dana yang diperoleh dari nasabahnya yang kemudian dana tersebut akan dialokasikan sebagai pinjaman yang akan diberikan kepada debitur. Debitur kemudian akan membayar kembali kepada *intermediary* (lembaga perantara keuangan), dalam arti debitur tidak mempunyai hubungan langsung dengan *individual savers* yang sebenarnya mendanai pinjaman tersebut. Antara peminjam dan penabung melakukan perjanjian secara langsung dengan lembaga perantara keuangan ini, dimana lembaga perantara keuangan ini mampu dan terspesialisasi dalam analisis kredit dan pengumpulan kredit, juga lembaga perantara keuangan ini menyediakan instrumen keuangan yang terspesialisasi sesuai dengan kebutuhan peminjam dan penabung.

*Intermediated market* memiliki keuntungan kompetitif dibandingkan pasar modal untuk banyak transaksi keuangan yang rutin, dan cenderung unggul dalam pembiayaan perusahaan<sup>7</sup>. Salah satu karakteristik yang penting dari *intermediated financial markets* adalah efisiensi dari transaksi dan pemrosesan data. Investor individu tidak perlu

---

<sup>7</sup> Megginson, William L., *Corporate Finance Theory*, New York: Addison Wesley, 1997. Hlm.394.

menghabiskan biaya untuk memperoleh informasi mengenai kredit dari *potential borrowers* yang jumlahnya sangat banyak, begitu juga para peminjam (debitur) tidak perlu menghabiskan biaya untuk mencari, mengidentifikasi investor individu yang jumlahnya sangat banyak ini. Malah, kedua pihak ini dapat mendelegasikan pencarian informasi ini kepada lembaga perantara keuangan yang mampu menyediakan hal tersebut dan jasa pelayanan lainnya dengan biaya transaksi yang murah.

Lembaga perantara keuangan ini sangat menikmati keunggulan ini dibandingkan pasar modal dalam mengakuisisi dan mengeksploitasi informasi. Jika memperoleh informasi dari *potential borrowers* menghabiskan biaya – dalam kaitannya peminjam (debitur) menjaga informasi yang terpercaya dari pesaingnya atau kesulitan yang melekat dalam memverifikasi kejujuran debitur tanpa observasi yang lebih banyak dan langsung – lembaga perantara keuangan dapat secara efektif mengatasi kedua masalah ini dengan menjadi "insider" dalam operasi perusahaan. Posisi perantara ini akhirnya lebih mendapatkan informasi dalam keputusan investasi.

Lembaga perantara keuangan adalah bank komersial atau institusi keuangan lainnya yang memutuskan hubungan pembiayaan langsung antara penabung dan peminjam dengan mentransformasikan *financial claims* yang peminjam keluarkan menjadi klaim yang penabung pegang. Proses ini disebut *qualitative asset transformation*<sup>8</sup>. Lembaga perantara keuangan modern menyediakan lima tipe jasa *qualitative asset transformation*. Pertama, lembaga perantara keuangan menyediakan likuiditas dan perantara pembayaran baik untuk perusahaan dan individu. Kedua, lembaga perantara keuangan menyediakan *maturity intermediation* dimana mereka mengeluarkan *short-term liability* dan membeli aset riil dan keuangan yang jangka waktunya lebih lama. Ketiga, lembaga perantara keuangan

---

<sup>8</sup> Ibid. Hlm.413 dan 414.

menyediakan *denomination intermediation* ketika lembaga perantara keuangan menawarkan investor pilihan tabungan dengan *small-denomination*, tetapi juga mampu untuk membiayai modal kerja dan investasi perusahaan besar. Hal ini secara nyata mengeliminasi biaya dan risiko dari mengumpulkan kelomok-kelompok investor individu setiap waktunya ketika perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai kegiatannya. Keempat, lembaga perantara keuangan menyediakan biaya yang rendah dalam *diversification intermediation* untuk penabung individu, yang mungkin tidak dapat membeli portofolio investasi dengan jumlah yang kecil setiap waktunya.

Kelima dan jasa terakhir yang merupakan jasa terpenting yaitu lembaga perantara keuangan menyediakan *information intermediation*. Banyak teori keuangan modern tentang perantara keuangan dimana hal tersebut dipertimbangkan menjadi alasan utama mengapa teori tentang perantara keuangan dikembangkan. Dalam pasar keuangan dengan karakter adanya informasi yang tidak simetris antara manajer perusahaan dan investor individu, sangat sulit bagi investor untuk menilai kebenaran kelayakan kredit dari calon peminjam (debitur) untuk memberikan mereka pinjaman uang (atau menginvestasikan dalam bentuk saham) atau untuk memonitor penggunaan dana oleh perusahaan tersebut lebih lanjut. Menghadapi ketidakmampuan untuk membedakan antara peminjam yang berisiko tinggi dan peminjam yang berisiko rendah, investor akan memilih untuk tidak meminjamkan (atau menginvestasikan) pada semua peminjam atau akan meminjamkan (atau menginvestasikan) dengan janji tingkat pengembalian yang sangat tinggi. Lembaga perantara keuangan mampu untuk mengumpulkan keahlian khusus dan staff yang dibutuhkan untuk mengatasi informasi yang tidak simetris ini, menentukan peminjam mana yang paling menjanjikan kesempatan berinvestasi, kemudian secara langsung menyediakan dana yang dibutuhkan untuk mengeksploitasi kesempatan ini, dan memonitor pemenuhan dari manajer perusahaan terhadap perjanjian investasi/peminjaman.

Alhi ekonomi telah lama menyadari bahwa sangat sulit untuk menjual informasi dalam pasar terbuka ketika pembeli yang potensial enggan untuk membeli informasi sampai nilai informasi tersebut terungkap, tetapi mengungkapkan nilai informasi melalui *generalized disclosure* membuat informasi tersebut menjadi barang publik yang dapat dieksploitasi oleh semua orang tanpa membayar. Satu cara untuk mengatasi aspek barang publik dari informasi ini adalah dengan mengkombinasikan fungsi ekonomi dari perantara yaitu (1) analisis dan akuisisi informasi kredit, (2) pembiayaan langsung, dan (3) memonitor kinerja peminjam (debitur). Dari waktu ke waktu, perusahaan peminjam dapat meningkatkan reputasi yang positif dengan lembaga perantara keuangan, dimana hal ini akan meningkatkan kepercayaan lembaga perantara keuangan untuk meningkatkan jumlah pinjaman yang akan diberikan oleh lembaga perantara keuangan dan untuk menginvestasikan waktu dan *resources* ke dalam peningkatan hubungan bisnis yang telah berjalan. Sebuah bank komersial atau lembaga perantara keuangan lainnya dapat menjadi *corporate insider*, dipercaya dengan informasi yang terpercaya mengenai operasional perusahaan peminjam dana.

Dalam banyak negara, lembaga perantara keuangan juga memainkan peranan penting dalam *corporate governance* perusahaan. Bank komersial umumnya sering membantu menetapkan kebijakan operasional sebaik kebijakan keuangan perusahaan yang mereka berikan pinjaman dengan melayani direksi perusahaan dan memonitor kinerja manajer secara individu.

## **II.6 Signaling Theory**

Teori ini dikembangkan oleh ahli ekonomi dan keuangan untuk melakukan penilaian secara eksplisit terhadap fakta bahwa *corporate insider* umumnya memiliki informasi yang lebih baik tentang keadaan perusahaan di masa sekarang dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibanding investor diluar perusahaan. Dengan adanya informasi yang tidak simetris ini, sangat sulit bagi investor untuk menentukan secara objektif antara perusahaan berkualitas tinggi dan perusahaan berkualitas rendah.

Pernyataan dari manajer perusahaan tidak menyampaikan informasi yang berguna. Antara manajer perusahaan yang baik dan yang buruk akan mengklaim memiliki pertumbuhan yang sempurna dan berprospek untuk menciptakan keuntungan dan, ketika hanya waktu yang dapat membuktikan siapa yang benar, perusahaan berkualitas rendah akan mendapatkan profit dengan membuat klaim yang salah dan dipercaya oleh investor. Karena masalah informasi yang tidak simetris ini, investor akan memberikan penilaian dibawah rata-rata terhadap saham semua perusahaan. Dalam bahasa *signaling theory*, hal ini ditunjukkan sebagai *pooling equilibrium* ketika perusahaan berkualitas tinggi dan perusahaan berkualitas rendah ditempatkan pada "pool" penilaian yang sama.

Manajer perusahaan berkualitas tinggi memiliki insentif untuk dengan berbagai cara meyakinkan investor bahwa perusahaan mereka seharusnya dinilai dengan penilaian yang tinggi berdasarkan apa yang manajer tahu akan menjadi prospek yang superior untuk perusahaan. Manajer tersebut menyampaikan informasi ini kepada investor dengan cara yang tidak dapat ditiru oleh manajer perusahaan berkualitas rendah dengan menggunakan sinyal yang menimbulkan biaya dan dapat dijangkau oleh perusahaan, tetapi mahal untuk ditiru oleh perusahaan berkualitas rendah. Hasilnya akan menuju pada *separating equilibrium* karena investor mampu untuk memisahkan, dan rasional secara ekonomi, menilai perusahaan berkualitas tinggi dan berkualitas rendah. Ekuilibrium tersebut

merupakan ekuilibrium yang stabil, karena perusahaan berkualitas tinggi mampu mendapatkan valuasi yang lebih tinggi sesuai dengan yang mereka inginkan dan pantas mereka dapatkan, sementara perusahaan berkualitas rendah mendapatkan valuasi yang pantas mereka dapatkan (tetapi bukan yang mereka inginkan), dan investor dapat berinvestasi dengan yakin pada perusahaan dengan prospek yang paling menjanjikan.

Beberapa aksi manajerial atau perusahaan dapat dimodelkan sebagai sinyal, sebagai contoh, Leland dan Pyle (1977) mendemonstrasikan bagaimana manajer mencari sumber pembiayaan eksternal untuk mendanai proyek tertentu dapat memberikan sinyal bahwa proyek tersebut memiliki nilai intrinsik yang tinggi. Penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan pada perusahaan dengan tingkat profit yang tinggi memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut relatif tidak mudah terancam kebangkrutan atau bentuk lain dari *financial distress* dibandingkan perusahaan dengan tingkat profit yang rendah (Ross 1977).

## **II.7 Cyclical Industries**

Industri bersiklus atau siklikal merupakan industri dimana penjualan produk yang dihasilkan dari industri ini cenderung memperbesar perubahan siklus pada produk nasional bruto (PNB) dan pendapatan nasional<sup>9</sup>. Industri ini memiliki bahan modal yang bersifat tahan lama (*durable*), seperti pada industri mobil, kulkas, properti, dan lainnya, sehingga seluruh persediaan yang dimiliki oleh konsumen relatif lebih besar bila dibandingkan produksi perusahaan dalam industri tersebut. Akibatnya, sedikit saja perubahan yang terjadi pada produk dalam industri ini, misalnya dengan kenaikan harga, mengakibatkan

---

<sup>9</sup> Pindyck, Robert S., Rubinfeld, Daniel L., *Microeconomics*, New Jersey: Prentice Hall, Inc., 2001. Hlm.39.

jumlah permintaan terhadap produk ini akan menurun tajam. Hal ini menyebabkan elastisitas permintaan jangka pendek pada produk ini sangatlah besar.

Permintaan untuk barang tahan lama naik turun begitu tajam sebagai reaksi terhadap perubahan-perubahan jangka pendek dalam hal pendapatan, industri yang memproduksi barang ini mudah sekali terimbas oleh kondisi perubahan makroekonomi, khususnya terhadap perputaran siklus usaha, resesi dan masa jaya. Karenanya, industri-industri ini sering disebut industri bersiklus (*cyclical industries*), penjualan mereka cenderung memperbesar perubahan siklus pada PNB dan pendapatan nasional.

Pada penelitian ini, sektor sektor *property, real estate, dan building construction industry* merupakan industri yang siklikal sehingga sangat terpengaruh oleh siklus ekonomi. Sementara sektor *consumer goods industry* merupakan industri yang kurang siklikal atau lebih *defense* yang berarti industri ini kurang terpengaruh oleh perubahan siklus ekonomi. Jika terjadi perubahan ekonomi yang signifikan, industri siklikal bisa terpengaruh beberapa kali lebih besar dibandingkan dengan industri yang *defense*.