

**ANALISIS STRUKTUR MODAL BERBASIS INFORMASI MANAJEMEN:
STUDI BERBASIS PERSPEKTIF MANAJERIAL**

Dandi Aprila¹, Dewi Cahyani Pangestuti²

Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jakarta

E-mail: 2510124004@upnvj.ac.id

Abstract

This study explores how capital structure decisions at PT ABC, a property developer managing both an apartment project and an office building were shaped, implemented, and subsequently tested when market conditions shifted unexpectedly. Adopting a qualitative approach, the research draws on in-depth interviews with key managerial personnel as well as an examination of financing agreements, project cash-flow reports, and internal planning documents. The findings reveal that PT ABC's initial financing decisions were anchored in optimistic expectations regarding presales and rental income, with minimal consideration of downside scenarios or market volatility. As apartment sales slowed and office occupancy weakened, the company's cash flow deteriorated, leading to breaches of critical loan covenants, including the DSCR requirement. These breaches triggered delays in loan disbursements and further constrained project progress. In response, management initiated several adaptive measures such as renegotiating loan terms, offering substantial price discounts to accelerate cash inflows, and implementing cost-cutting efforts. These actions reflect a strong reliance on internal financing consistent with the Pecking Order Theory, although they proved insufficient to fully counter the pressures created by the weakening market. Overall, the study underscores the importance of more conservative capital structure planning, rigorous cash-flow stress testing, and early-warning systems for covenant risks in navigating the cyclical and highly sensitive dynamics of the property sector.

Keywords: *capital structure, covenant breach, cash-flow risk, presales, property sector, Pecking Order Theory, adaptive strategy.*

Pendahuluan

Industri properti dalam satu dekade terakhir bergerak dalam lanskap yang penuh ketidakpastian. Perubahan kondisi ekonomi global, pengetatan likuiditas perbankan, fluktuasi suku bunga, serta dinamika perilaku konsumen membuat sektor ini menghadapi tantangan struktural yang tidak sederhana. Di kota-kota besar, pertumbuhan penduduk dan keterbatasan lahan mendorong meningkatnya permintaan terhadap hunian vertikal. Namun tren ini tidak berlangsung secara konsisten.

Dalam beberapa tahun belakangan, terutama pasca-pandemi, penjualan apartemen mengalami perlambatan karena preferensi konsumen bergeser ke hunian tapak, meningkatnya kehati-hatian dalam pembelian aset jangka panjang, serta naiknya biaya pinjaman yang secara langsung memengaruhi kemampuan beli masyarakat (Nguyen et al., 2023). Fenomena serupa terjadi pada sektor perkantoran. Munculnya tren kerja fleksibel dan pola hybrid menyebabkan banyak perusahaan mengurangi ruang kantor, menegosiasikan ulang kontrak sewa, atau

melakukan relokasi ke gedung dengan biaya lebih rendah. Akibatnya, tingkat okupansi yang selama bertahun-tahun relatif stabil kini menjadi lebih volatil.

Kondisi pasar yang berubah-ubah ini menempatkan perusahaan properti pada posisi yang menuntut kehati-hatian dalam pengelolaan keuangan. Berbeda dengan sektor lain yang memiliki siklus produksi lebih pendek, industri properti memiliki karakteristik yang unik: proyek membutuhkan modal sangat besar pada tahap awal, tetapi pendapatan baru diperoleh setelah proses yang panjang. Pada pembangunan apartemen, misalnya, arus kas keluar dimulai sejak pembebasan lahan, perencanaan, hingga konstruksi. Sementara itu, arus kas masuk baru mengalir melalui uang muka pembeli atau ketika unit mendekati serah terima (Ai et al., 2020). Kesenjangan antara pengeluaran dan penerimaan ini membuat keputusan pendanaan menjadi aspek krusial yang menentukan keberlangsungan proyek.

Mayoritas perusahaan properti di Indonesia tidak memiliki modal internal yang cukup besar untuk mendanai seluruh kebutuhan konstruksi. Akibatnya, pembiayaan melalui utang khususnya utang perbankan menjadi pilihan dominan. Fasilitas kredit yang diberikan bank biasanya tidak hanya menyediakan pendanaan dalam jumlah besar, tetapi juga disertai dengan covenant yang ketat untuk mengendalikan risiko. Covenant tersebut dapat berupa persyaratan minimum penjualan, target progres pembangunan, atau batasan rasio keuangan seperti debt-to-equity ratio dan debt service coverage ratio. Ketika kondisi pasar berubah dan perusahaan gagal memenuhi salah satu syarat tersebut, risiko yang timbul tidak hanya berupa penundaan pencairan dana, tetapi juga kemungkinan renegotiasi syarat pinjaman, klausul percepatan pelunasan, hingga potensi gagal bayar (Arsyad & Haeruddin, 2022; Putra & Suardhika, 2018).

Kompleksitas pengelolaan pendanaan meningkat ketika perusahaan memiliki portofolio usaha ganda, seperti mengembangkan apartemen sekaligus mengelola gedung perkantoran. Sumber pendapatan dari sewa gedung memang cenderung stabil, namun tidak kebal terhadap risiko. Beberapa kota besar di Indonesia mencatat penurunan tingkat okupansi setelah pandemi, yang membuat pendapatan sewa tidak selalu cukup untuk menutup kebutuhan pembayaran bunga atau menjaga rasio-rasio keuangan tetap sesuai covenant (Ahmed et al., 2023; Stoiljkovic et al., 2023). Dalam konteks seperti ini, perusahaan dituntut memiliki strategi struktur modal yang lebih fleksibel dan responsif. Kegagalan dalam membaca pergeseran pasar dapat berujung pada tekanan likuiditas yang serius.

Walaupun tantangan pendanaan seperti ini sering ditemui di industri properti, penelitian akademik yang membahasnya secara mendalam dari sudut pandang manajerial masih relatif terbatas. Literatur struktur modal selama ini didominasi pendekatan kuantitatif yang menekankan hubungan variabel-variabel finansial seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, peluang pertumbuhan, atau risiko bisnis terhadap tingkat utang (Fitriyah et al., 2024; Rofi'atun & Nabila, 2021). Penelitian-penelitian tersebut memberi gambaran penting mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, tetapi belum banyak mengungkap bagaimana manajemen secara nyata menghadapi tekanan ketika kondisi pasar berubah atau covenant mulai sulit dipenuhi. Proses internal yang bersifat subtil misalnya bagaimana manajemen menilai kelayakan proyek, bagaimana mereka merespons skenario terburuk, atau bagaimana mereka mengambil keputusan saat arus kas tidak sesuai proyeksi belum tergambar kuat dalam literatur.

Kesenjangan ini menjadi semakin penting untuk diteliti karena keputusan pendanaan di

industri properti tidak selalu mengikuti prediksi teori. Misalnya, trade-off theory menjelaskan bahwa perusahaan akan memilih tingkat utang yang menyeimbangkan manfaat dan biaya. Namun dalam praktiknya, banyak perusahaan properti masih mengambil utang tinggi meskipun risiko pasar sedang meningkat. Demikian pula, pecking order theory menekankan preferensi penggunaan dana internal sebelum utang, tetapi realitas menunjukkan bahwa dana internal sering kali tidak cukup sehingga perusahaan terpaksa mengambil utang meski dalam kondisi pasar yang tidak mendukung. Agency theory juga relevan dalam konteks ini, terutama terkait hubungan antara manajemen dan kreditur. Namun bagaimana konflik atau perbedaan kepentingan ini muncul dalam situasi pelanggaran covenant masih minim dibahas dalam literatur.

Penelitian ini mencoba mengisi ruang kosong tersebut dengan memusatkan perhatian pada pengambilan keputusan manajerial dalam konteks struktur modal. Studi dilakukan pada PT ABC (nama samaran), sebuah perusahaan properti yang mengembangkan proyek apartemen dan mengelola gedung perkantoran. Perusahaan ini memperoleh fasilitas kredit dari bank yang sejak awal disertai covenant tertentu. Namun perubahan pasar menyebabkan penjualan apartemen melambat dan tingkat hunian gedung kantor menurun, sehingga kemampuan perusahaan untuk memenuhi covenant semakin tertekan. Kondisi ini memberikan kesempatan untuk memahami bagaimana manajemen menavigasi risiko, menimbang pilihan pendanaan, serta menyesuaikan strategi ketika proyeksi arus kas tidak bergerak sesuai rencana.

Pendekatan kualitatif yang digunakan penelitian ini menawarkan kontribusi yang berbeda dari studi sebelumnya. Pendekatan ini memungkinkan eksplorasi lebih dalam mengenai bagaimana keputusan pendanaan dibuat, apa pertimbangan yang dominan,

bagaimana manajemen melihat risiko proyek, serta bagaimana mereka merespons tekanan eksternal. Dengan menggunakan wawancara mendalam dan analisis dokumen internal, penelitian ini mampu menangkap dinamika yang tidak tercermin dalam data keuangan semata. Pendekatan ini juga memberikan kesempatan untuk menguji relevansi teori struktur modal di konteks industri yang sarat ketidakpastian dan tekanan covenant.

Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh pemahaman yang lebih mendalam mengenai proses pengambilan keputusan pendanaan pada perusahaan properti yang menghadapi dinamika pasar dan tekanan covenant dari kreditur. Secara khusus, penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi bagaimana manajemen menilai risiko pembiayaan proyek serta menentukan struktur modal yang dianggap paling sesuai dengan kondisi perusahaan. Selain itu, penelitian ini menganalisis proses penyusunan proyeksi arus kas dan berbagai strategi yang digunakan perusahaan dalam mengantisipasi potensi pelanggaran covenant ketika situasi keuangan menjadi lebih ketat. Penelitian ini juga berupaya menjelaskan strategi adaptif yang diterapkan manajemen ketika kondisi pasar memburuk dan proyeksi awal tidak terpenuhi, termasuk tindakan-tindakan korektif yang dilakukan untuk menjaga keberlangsungan pendanaan proyek. Lebih jauh lagi, penelitian ini ditujukan untuk memahami bagaimana teori-teori struktur modal diterapkan atau justru disimpangi dalam praktik nyata perusahaan properti, sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih kaya mengenai kesenjangan antara teori dan praktik di industri yang memiliki tingkat risiko siklus yang tinggi.

Walaupun penelitian ini bersifat eksploratif dan tidak merumuskan hipotesis formal, penelitian ini tetap berangkat dari proposisi teoretis, seperti dugaan bahwa tekanan covenant dapat memaksa perusahaan untuk

merestrukturisasi pendanaan atau menahan ekspansi. Temuan penelitian diharapkan tidak hanya memperkaya pemahaman akademik tentang struktur modal, tetapi juga memberikan rekomendasi praktis yang dapat digunakan perusahaan properti lain dalam mengelola pendanaan di tengah volatilitas pasar.

Penelitian ini menyadari adanya batasan, terutama karena fokusnya hanya pada satu perusahaan sehingga generalisasi temuan harus dilakukan dengan hati-hati. Namun sebagai studi kasus yang mendalam, penelitian ini memberikan gambaran yang lebih konkret mengenai dinamika struktur modal dan pengelolaan covenant di industri properti. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat menjadi landasan bagi studi lanjutan yang meneliti isu serupa dalam skala yang lebih luas.

Landasan Teori

Struktur Modal dalam Industri Properti

Struktur modal merupakan komposisi antara utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitas operasional maupun proyek pembangunan. Namun dalam industri properti, struktur modal memiliki dinamika khusus yang membedakannya dari sektor lain. Perusahaan properti umumnya membutuhkan modal yang sangat besar di tahap awal proyek, mulai dari pembebasan lahan, perizinan, hingga pembangunan konstruksi. Tahap-tahap ini menuntut arus kas keluar yang masif, sementara arus kas masuk cenderung tertunda hingga proyek mencapai tahap serah terima atau ketika unit yang dikembangkan berhasil dipasarkan secara signifikan. Ketidakseimbangan waktu antara pengeluaran dan penerimaan ini menciptakan tekanan likuiditas yang tidak dialami oleh banyak sektor industri lain (Rahman et al., 2023).

Selain itu, siklus bisnis properti memiliki sensitivitas tinggi terhadap perubahan suku bunga, kebijakan kredit, dan kondisi makroekonomi. Ketika suku bunga meningkat, biaya pembiayaan naik sementara minat beli konsumen bisa menurun drastis. Demikian pula, ketika bank memperketat standar kredit, perusahaan akan mengalami keterbatasan akses pembiayaan meskipun proyek masih berjalan. Kondisi ini menyebabkan struktur modal perusahaan properti tidak dapat disederhanakan hanya sebagai porsi antara utang dan ekuitas, tetapi harus dipahami sebagai hasil interaksi kompleks antara kebutuhan modal besar, keterlambatan arus kas, volatilitas permintaan, dan kebijakan pembiayaan eksternal.

Dalam konteks PT ABC, dependensi pada pendanaan eksternal, terutama kredit konstruksi, menjadi faktor yang hampir tidak terhindarkan. Namun penggunaan utang dalam jumlah besar membuat struktur modal perusahaan lebih rentan terhadap perubahan di luar ekspektasi manajemen. Ketika penjualan melambat atau biaya pembangunan meningkat, leverage yang tinggi dapat membatasi ruang manuver perusahaan dan memperbesar risiko finansial. Dengan demikian, struktur modal dalam industri properti merupakan refleksi dari upaya perusahaan menyeimbangkan kebutuhan pendanaan, risiko pasar, dan kemampuan perusahaan menjaga keberlanjutan arus kas sepanjang siklus proyek.

Perspektif Manajerial dalam Pengambilan Keputusan Pendanaan

Pengambilan keputusan pendanaan pada dasarnya tidak hanya dipengaruhi oleh teori keuangan, tetapi juga oleh pengalaman, penilaian subjektif, dan preferensi risiko dari para pengambil keputusan. Dalam praktiknya, manajemen perusahaan properti sering kali membuat keputusan pendanaan berdasarkan kombinasi antara analisis finansial dan intuisi

terhadap dinamika pasar. Keputusan untuk menggunakan utang, misalnya, tidak hanya dipengaruhi oleh pertimbangan biaya modal, tetapi juga oleh persepsi manajemen mengenai potensi keberhasilan proyek, proyeksi penjualan, serta hubungan historis dengan perbankan (Kusmayadi et al., 2019).

Pada PT ABC, penggunaan pembiayaan melalui utang mungkin dianggap sebagai langkah yang relevan pada saat proyek dimulai, terutama jika manajemen melihat peluang pertumbuhan pasar apartemen yang kuat. Proyeksi pasar yang optimistis dapat mendorong perusahaan mengambil posisi utang yang lebih agresif. Namun dalam kondisi nyata, proyeksi manajemen sering kali tidak sepenuhnya sejalan dengan perkembangan pasar. Ketika penjualan menurun, tingkat pembatalan meningkat, atau biaya konstruksi naik akibat fluktuasi harga material, keputusan pendanaan yang sebelumnya dianggap tepat dapat berubah menjadi beban yang menekan kondisi keuangan perusahaan.

Selain itu, pengalaman dan preferensi risiko manajemen juga memainkan peran penting. Manajemen yang percaya pada kemampuan perusahaan untuk pulih atau melihat potensi jangka panjang proyek dapat lebih toleran terhadap penggunaan utang. Sebaliknya, manajemen yang lebih konservatif cenderung berhati-hati dalam memperbesar leverage. Perbedaan strategi dalam menavigasi ketidakpastian inilah yang membuat perspektif manajerial menjadi bagian penting dalam analisis struktur modal perusahaan properti. Pendekatan ini memungkinkan peneliti memahami bahwa keputusan pendanaan tidak selalu rasional dalam arti teoretis, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor psikologis, persepsi peluang, dan strategi adaptasi terhadap perubahan lingkungan bisnis.

Pembiayaan Bank dan *Covenant* Kredit pada Perusahaan Properti

Pembiayaan melalui bank merupakan salah satu pilar utama pendanaan di industri properti karena menyediakan kapasitas dana yang besar dan fleksibel untuk mendukung pembangunan jangka panjang. Namun fasilitas pembiayaan ini juga membawa konsekuensi berupa penerapan *covenant*, yaitu ketentuan atau batasan yang harus dipenuhi perusahaan agar tetap dianggap sehat oleh pihak kreditur. *Covenant* tersebut dapat berupa persyaratan keuangan, operasional, maupun administratif yang bertujuan mengendalikan risiko kredit bagi bank (Mohammad, 2022).

Dalam praktiknya, *covenant* keuangan mencakup persyaratan rasio tertentu seperti Debt-to-Equity Ratio, Interest Coverage Ratio, dan terutama Debt Service Coverage Ratio (DSCR), yang mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban pembayaran utang. Selain itu, *covenant* operasional dapat berupa persyaratan minimum penjualan (*presales*), kewajiban menjaga progres konstruksi sesuai jadwal, atau pembatasan penggunaan dana. Pada banyak proyek apartemen, pencairan kredit dilakukan secara bertahap berdasarkan pencapaian *milestone* tertentu, sehingga ketidakterpenuhan satu indikator saja dapat menghambat pendanaan tahap berikutnya.

Dalam konteks PT ABC, *covenant* menjadi salah satu sumber tekanan utama ketika penjualan apartemen tidak berjalan sesuai rencana atau ketika tingkat hunian gedung kantor menurun. Ketidakmampuan memenuhi *covenant* bukan hanya menyebabkan tertundanya pencairan dana, tetapi juga memicu risiko tambahan seperti *renegosiasi* syarat kredit, permintaan penambahan jaminan, atau pengetatan ketentuan yang dapat membatasi fleksibilitas perusahaan. Situasi ini memperlihatkan bahwa *covenant* bukan hanya alat pengendalian risiko bagi bank, tetapi juga faktor strategis yang mempengaruhi keputusan operasional dan struktur modal perusahaan properti.

Risiko Arus Kas pada Proyek Apartemen dan Gedung Kantor

Arus kas merupakan elemen paling krusial dalam industri properti karena memengaruhi kemampuan perusahaan mempertahankan operasi dan memenuhi kewajiban keuangan. Pada proyek apartemen, arus kas keluar cenderung besar dan bersifat upfront, sedangkan arus kas masuk sangat bergantung pada tingkat penjualan dan pencairan progres berdasarkan konstruksi. Ketika presales berjalan lambat atau ketika pembeli menunda pembayaran, arus kas masuk menjadi tidak stabil. Dalam situasi ini, perusahaan menghadapi risiko likuiditas yang meningkat, terutama jika jadwal pembayaran utang berlangsung tetap sesuai perjanjian (Salim, 2023).

Sebaliknya, pada bisnis gedung kantor, arus kas lebih stabil karena didukung oleh kontrak sewa jangka panjang. Namun stabilitas ini tidak menjamin ketahanan pendapatan perusahaan. Setelah pandemi, banyak perusahaan mengadopsi model kerja hybrid yang mengurangi kebutuhan ruang kantor. Penurunan tingkat okupansi gedung menyebabkan berkurangnya arus kas masuk sehingga kemampuan perusahaan memenuhi rasio DSCR juga menurun. Dalam kasus PT ABC, ketergantungan pada dua sumber pendapatan penjualan apartemen dan penyewaan gedung kantor menciptakan pola arus kas yang tidak selalu saling mendukung. Ketika arus kas apartemen melemah, pendapatan sewa belum tentu cukup untuk menjaga kelancaran kewajiban pembayaran utang. Ketidakharmonisan inilah yang memperbesar risiko pembiayaan dan memperberat upaya perusahaan memenuhi covenant kredit.

Teori Struktur Modal dan Relevansinya dalam Kasus Perusahaan Properti

Berbagai teori struktur modal dapat digunakan untuk memahami keputusan pendanaan perusahaan properti seperti PT ABC. Trade-Off Theory menjelaskan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat penggunaan utang (misalnya penghematan pajak dari bunga) dengan biaya potensial seperti risiko distress atau kebangkrutan (Jahanzeb et al., 2013). Dalam industri properti, manfaat penggunaan utang sangat terasa pada fase awal proyek ketika kebutuhan dana besar, namun risiko distress meningkat seiring ketidakpastian penjualan dan volatilitas pasar.

Pecking Order Theory berargumen bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi pendanaan: dana internal, utang, dan terakhir ekuitas. Pada industri properti, dana internal sering kali tidak mencukupi untuk pembiayaan proyek besar, sehingga utang menjadi pilihan utama. Namun teori ini tidak sepenuhnya menjelaskan fenomena ketika perusahaan tetap mengambil utang meski kondisi pasar sedang tidak menguntungkan atau ketika perusahaan menghadapi risiko covenant yang ketat (Naranjo et al., 2020).

Agency Theory juga penting dalam konteks ini karena menjelaskan hubungan antara manajemen dan kreditur. Kreditur menggunakan covenant sebagai alat untuk mengurangi risiko moral hazard, sementara manajemen memiliki insentif menjaga kelangsungan proyek. Dalam situasi tekanan covenant, potensi konflik kepentingan dapat meningkat, terutama jika manajemen memilih strategi yang berbeda dari harapan bank.

Dengan demikian, teori-teori struktur modal memberikan kerangka analitis untuk memahami keputusan pendanaan perusahaan properti, namun kasus PT ABC menunjukkan bahwa praktik di lapangan sering kali lebih kompleks. Keputusan manajemen dipengaruhi tidak hanya oleh teori, tetapi juga oleh penilaian terhadap kondisi pasar, tekanan covenant, proyeksi arus kas, dan strategi

adaptasi ketika terjadi ketidaksesuaian antara rencana dan realisasi.

Metodologi

Penelitian ini disusun dengan menggunakan pendekatan kualitatif karena isu yang dikaji tidak dapat dijelaskan hanya melalui angka atau perhitungan finansial. Keputusan pendanaan pada perusahaan properti terutama yang melibatkan proyek berisiko tinggi sering kali dibentuk oleh proses penilaian internal, pengalaman manajerial, serta dinamika komunikasi dengan pihak bank yang tidak tercermin dalam laporan keuangan. Dalam konteks PT ABC, terdapat banyak aspek yang bersifat implisit dan tidak terdokumentasi secara formal, seperti bagaimana manajemen menafsirkan tren pasar apartemen, bagaimana mereka menyusun asumsi penjualan dan proyeksi arus kas, atau bagaimana mereka merespons sinyal-sinyal awal potensi ketidakmampuan memenuhi covenant. Kompleksitas ini membuat pendekatan kualitatif lebih tepat, karena memungkinkan peneliti masuk pada proses berpikir dan pertimbangan manajerial yang tidak dapat diukur secara kuantitatif (Creswell, 2014).

Proses pengumpulan data dilakukan melalui wawancara mendalam dengan beberapa pihak internal perusahaan yang dianggap memiliki posisi strategis dalam penyusunan dan pengambilan keputusan pendanaan. Wawancara ini melibatkan manajer keuangan, staf akuntansi proyek, hingga pihak yang terlibat dalam komunikasi dengan bank. Pendekatan wawancara dilakukan secara semi-terstruktur agar memberi ruang bagi informan untuk menyampaikan pengalaman dan pandangan mereka secara lebih bebas. Dalam praktiknya, banyak informasi penting muncul justru ketika wawancara mengalir secara natural, misalnya ketika informan memberi contoh kasus internal, menjelaskan dinamika hubungan dengan pihak bank, atau

menceritakan perubahan strategi manajemen ketika proyeksi penjualan tidak berjalan sesuai rencana. Fleksibilitas ini menjadi elemen penting dalam penelitian kualitatif karena membantu peneliti menangkap dinamika dan konteks yang tidak dapat diprediksi sebelumnya.

Selain wawancara, peneliti juga melakukan *document analysis* terhadap berbagai dokumen internal perusahaan. Dokumen tersebut meliputi laporan keuangan, proyeksi arus kas proyek, jadwal konstruksi, dokumen presales, hingga perjanjian kredit dan ketentuan covenant yang diterbitkan bank. Keberadaan dokumen-dokumen ini sangat membantu untuk memvalidasi informasi yang diberikan dalam wawancara. Misalnya, jika manajemen menyatakan bahwa penjualan menurun pada kuartal tertentu, data presales dan laporan bulanan proyek diperiksa untuk memastikan pernyataan tersebut memiliki dasar faktual. Begitu pula ketika membahas tekanan covenant, peneliti memeriksa pasal-pasal khusus dalam perjanjian kredit untuk melihat apakah klaim bahwa perusahaan terancam tidak memenuhi DSCR memang sesuai dengan kondisi aktual. Dengan memadukan data wawancara dan dokumen, penelitian ini memastikan bahwa interpretasi tidak hanya bersumber dari narasi informan, tetapi juga dari bukti objektif yang dapat diverifikasi.

Tahap analisis data dilakukan melalui proses yang berulang dan mendalam. Setiap catatan wawancara ditranskripsi secara lengkap, kemudian dibaca berulang kali untuk menemukan pola, tema, dan kategori yang relevan. Peneliti menandai bagian-bagian yang muncul secara berulang di antara informan atau yang memiliki hubungan kuat dengan teori struktur modal, seperti pertimbangan risiko, evaluasi proyeksi arus kas, atau respons terhadap tekanan covenant. Analisis dilakukan menggunakan teknik *thematic coding*, di mana peneliti mengelompokkan informasi

berdasarkan tema-tema utama yang berkaitan dengan tujuan penelitian (Sugiyono, 2024).

Proses ini bersifat siklikal; hasil bacaan dokumen kadang membuka pemahaman baru terhadap wawancara sebelumnya, sehingga peneliti kembali pada transkrip wawancara untuk memastikan konsistensi analisis. Dengan demikian, analisis tidak hanya menjelaskan apa yang terjadi, tetapi juga menginterpretasikan alasan di balik tindakan manajemen dan dinamika internal perusahaan.

Untuk memastikan keandalan dan kredibilitas temuan, penelitian ini menerapkan beberapa teknik verifikasi. Salah satunya adalah *triangulasi sumber*, yaitu membandingkan informasi dari berbagai informan dan mencocokkannya dengan dokumen internal. Misalnya, penjelasan manajer keuangan mengenai kesulitan memenuhi covenant dibandingkan dengan laporan DSCR aktual dan isi perjanjian kredit. Teknik ini membantu meminimalkan bias subjektif dan memastikan bahwa kesimpulan tidak bergantung pada pandangan satu pihak saja. Selain itu, peneliti juga menggunakan *triangulasi metode* dengan mengombinasikan wawancara, observasi dokumen, dan pembacaan laporan keuangan untuk memperoleh gambaran yang lebih menyeluruh.

Penelitian ini juga memperhatikan prinsip *dependability* dan *confirmability*, yaitu memastikan bahwa proses penelitian dapat ditelusuri dan hasilnya dapat dipertanggungjawabkan. Setiap keputusan metodologis, seperti alasan memilih informan tertentu atau cara menafsirkan data, dicatat dalam catatan lapangan agar proses penelitian transparan. Dengan demikian, temuan penelitian tidak hanya menggambarkan narasi yang disampaikan oleh informan, tetapi merupakan hasil sintesis yang diperoleh melalui proses analisis sistematis dan kontrol kualitas data.

Akhirnya, dengan menggunakan pendekatan kualitatif yang berfokus pada pengalaman manajerial serta analisis terhadap dokumen-dokumen pendanaan yang relevan, penelitian ini berupaya menyajikan gambaran yang lebih utuh mengenai bagaimana keputusan pembiayaan di PT ABC dirumuskan, dijalankan, dan kemudian diuji oleh perubahan kondisi pasar. Pendekatan ini memungkinkan peneliti menangkap dinamika yang tidak terlihat dalam angka-angka keuangan semata, seperti pertimbangan informal, diskusi internal, persepsi risiko, serta tekanan operasional yang muncul ketika perusahaan berhadapan dengan pelanggaran covenant. Dengan demikian, penelitian ini memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai bagaimana struktur modal berinteraksi dengan volatilitas pasar dan bagaimana keterbatasan arus kas dapat memengaruhi hubungan perusahaan dengan kreditur. Temuan ini khususnya penting bagi industri properti, di mana tekanan covenant, ritme presales, dan ketergantungan pada pembiayaan bank sering kali tidak sepenuhnya tertangkap dalam penelitian kuantitatif konvensional. Studi ini menegaskan bahwa dimensi manajerial dan institusional perlu mendapat porsi perhatian lebih besar dalam kajian struktur modal di sektor yang sangat siklikal ini.

Hasil dan Pembahasan

Elaborasi Lebih Mendalam tentang Asumsi Manajerial dan Dampaknya terhadap Struktur Modal

Jika ditelusuri lebih dalam, pola pengambilan keputusan manajerial di PT ABC memperlihatkan mekanisme berpikir yang sangat dipengaruhi oleh *pattern recognition* berbasis pengalaman sebelumnya. Dalam literatur manajemen strategis, pola ini dikenal sebagai *experience-based reasoning*, yaitu kecenderungan manajer untuk mengambil keputusan berdasarkan pola historis yang familiar dan dianggap representatif.

Pendekatan ini terlihat jelas dalam wawancara, ketika seorang informan dari bagian keuangan menyatakan, *“Saat proyek dimulai, presales selalu menjadi tulang punggung. Di proyek sebelumnya 30–40% bisa tercapai di enam bulan pertama. Kami mengharapkan pola yang sama.”* (W1). Pernyataan tersebut memperlihatkan bagaimana manajemen menggunakan referensi masa lalu sebagai dasar keputusan, tanpa melakukan penyelidikan kritis apakah kondisi pasar saat ini masih mendukung pola tersebut.

Asumsi yang berbasis pengalaman ini pada dasarnya merupakan bentuk *oversimplification*, karena manajemen menyamakan proyek baru dengan proyek-proyek sebelumnya padahal industri properti berada dalam kondisi yang sangat berbeda. Informan dari tim proyek, misalnya, mengakui adanya keyakinan kuat bahwa lokasi proyek otomatis akan memastikan keberhasilan penjualan: *“Aksesnya bagus dan dekat pusat aktivitas, jadi kami sebenarnya merasa situasinya akan aman.”* (W2). Keyakinan semacam ini menunjukkan bahwa manajemen terlalu mengandalkan satu faktor keberhasilan (lokasi), tanpa mempertimbangkan bahwa preferensi konsumen, daya beli, serta kompetisi pasar telah banyak berubah sejak pandemi.

Padahal, jika diamati lebih rinci, pasar properti pada saat keputusan pendanaan diambil memperlihatkan tanda-tanda pelemahan. Permintaan apartemen stagnan, tekanan harga bahan bangunan meningkat, dan sistem suku bunga yang lebih tinggi membuat kemampuan beli masyarakat menurun. Namun wawancara memperlihatkan bahwa faktor-faktor ini tidak menjadi pertimbangan utama dalam penyusunan struktur modal. Ketika ditanya mengenai alasan manajemen tidak memasukkan skenario negatif dalam proyeksi arus kas, salah satu informan keuangan menyampaikan secara jujur, *“Waktu itu kami tidak melihat perlunya membuat banyak*

skenario. Fokus kami menjalankan target agar progres cepat naik.” (W5). Kutipan ini memperlihatkan bahwa perusahaan tidak menyusun analisis risiko berbasis data secara komprehensif, melainkan lebih mengutamakan kecepatan eksekusi proyek.

Penelusuran pada dokumen internal mengonfirmasi temuan tersebut. Proyeksi arus kas awal menunjukkan asumsi penjualan yang meningkat stabil dari kuartal ke kuartal, tanpa adanya *best case*, *base case*, atau *worst case scenario*. Ketika peneliti meminta klarifikasi terkait absennya uji sensitivitas, seorang staf akuntansi proyek menjelaskan, *“Forecast yang dibuat waktu itu memang dibuat optimistis untuk mempermudah pengajuan kredit. Kalau terlalu konservatif, takutnya bank menilai proyek tidak feasible.”* (W6). Pernyataan ini membuka dimensi baru dalam pembahasan, yaitu bahwa proyeksi internal tidak hanya dibuat untuk kepentingan internal perusahaan, tetapi juga disesuaikan agar terlihat menarik di mata bank. Hal ini memperlihatkan adanya *motivated reasoning* dalam proses perencanaan pendanaan.

Dampaknya terhadap struktur modal menjadi signifikan. Dengan menggunakan asumsi presales yang terlalu optimistis, perusahaan terdorong mengambil utang dalam jumlah besar dan membangun struktur pendanaan yang tidak fleksibel. Ketika realisasi penjualan jauh lebih rendah dari asumsi, perusahaan tidak memiliki ruang gerak untuk melakukan penyesuaian tanpa melanggar covenant. Wawancara dengan salah satu manajer proyek memperlihatkan betapa cepatnya tekanan arus kas muncul: *“Masalahnya, dari awal kita sudah pakai angka tinggi. Jadi begitu kuartal kedua turun, buffer-nya langsung habis.”* (W7).

Temuan ini memperluas apa yang disampaikan Khan et al. (2024) terkait *managerial optimism* dalam pembiayaan proyek properti di Asia. Namun penelitian ini memberikan kontribusi tambahan karena memperlihatkan bagaimana

optimisme tersebut tidak hanya mempengaruhi tingkat leverage, tetapi juga ketelitian manajemen dalam melakukan validasi data, kesediaan memasukkan skenario risiko, dan sikap terhadap ketidakpastian. Di PT ABC, optimisme bukan sekadar kondisi psikologis; ia telah membentuk struktur modal proyek dengan cara yang membuat perusahaan rentan terhadap perubahan pasar.

Konsekuensi praktis dari fenomena ini terlihat pada ketidakmampuan perusahaan menyerap guncangan eksternal ketika pasar melemah. Struktur modal yang dibangun berdasarkan asumsi yang terlalu sederhana mengakibatkan perusahaan tidak memiliki mekanisme mitigasi risiko yang memadai. Seorang informan merangkum situasi tersebut dengan sangat jelas: *"Kami terlalu yakin pasar akan sama seperti dulu. Ketika kenyataannya tidak begitu, kita jadi tidak siap."* (W8). Kutipan ini menunjukkan bahwa inti permasalahan bukan hanya pada keterlambatan penjualan atau tekanan covenant, tetapi pada fondasi asumsi awal yang kurang kuat.

Dengan demikian, bagian ini menunjukkan bahwa dalam industri properti, struktur modal bukan hanya produk dari analisis finansial, tetapi juga manifestasi dari pola pikir manajemen. Optimisme yang tidak terkontrol, penggunaan pengalaman masa lalu sebagai acuan utama, serta absennya analisis berbasis data membuat keputusan pendanaan menjadi rapuh. Penelitian ini memperlihatkan bahwa memahami struktur modal perusahaan properti menuntut pemahaman terhadap dimensi perilaku manajemen, bukan hanya teori keuangan formal.

Analisis Mendalam tentang Tekanan Arus Kas dan Interaksinya dengan Konstruksi, Kontraktor, dan Bank

Ketika presales mulai mengalami perlambatan, tekanan terhadap arus kas PT ABC tidak hanya muncul dari sisi kemampuan perusahaan

memenuhi kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang, tetapi juga berdampak langsung pada hubungan operasional dengan kontraktor yang menjadi pihak kunci dalam proses pembangunan. Dalam wawancara, informan dari tim proyek menjelaskan bahwa keterlambatan presales memengaruhi kemampuan perusahaan melakukan pembayaran sesuai jadwal: *"Seharusnya pembayaran termin ketiga bisa kami lakukan tepat waktu, tapi karena cash-in tidak sesuai rencana, akhirnya beberapa kali harus ditunda. Kontraktor mulai mempertanyakan kepastian jadwalnya."* (W9). Kutipan ini menunjukkan bahwa tekanan arus kas tidak hanya bersifat finansial, tetapi juga operasional.

Keterlambatan pembayaran tersebut menimbulkan konsekuensi berantai. Informan yang sama menambahkan, *"Begitu pembayaran terlambat, mereka langsung mengurangi jumlah pekerja. Mereka bilang tidak berani menambah tenaga kalau dana dari kami belum jelas."* (W10). Hal ini menggambarkan bahwa kepercayaan kontraktor merupakan elemen penting yang dapat langsung memengaruhi progress fisik proyek. Keterlambatan pembayaran memicu penurunan kecepatan konstruksi, yang pada akhirnya memperlambat pencapaian milestone yang disyaratkan bank.

Pihak bank juga merespons pelambatan ini secara tegas. Dalam wawancara, informan tim keuangan menyampaikan bahwa, *"Pihak bank langsung meminta klarifikasi begitu lihat progres tidak sesuai jadwal. Mereka bilang, kalau milestone tidak tercapai, pencairan berikutnya otomatis ditunda."* (W11). Pernyataan ini memperlihatkan bagaimana hubungan antara perusahaan dan bank menjadi semakin kaku ketika indikator konstruksi tidak berjalan sesuai rencana. Bank, yang seharusnya menjadi penyedia likuiditas, justru membatasi pencairan dana pada saat perusahaan paling membutuhkannya.

Akibatnya, laju konstruksi semakin melambat. Perlambatan ini memiliki efek psikologis yang cukup besar terhadap calon pembeli. Informan pemasaran menjelaskan bahwa beberapa calon pembeli mulai menunda keputusan mereka karena melihat progres proyek yang tidak bergerak sesuai ekspektasi: *"Banyak calon pembeli bilang mereka mau lihat progres dulu. Begitu progres turun, penjualan makin susah. Ini lingkaran setan yang sulit diputus."* (W12). Pernyataan ini memperlihatkan bagaimana aspek teknis konstruksi dapat merembet ke ranah pemasaran dan kinerja penjualan, sehingga memperkuat siklus tekanan arus kas.

Kondisi yang saling terkait ini membentuk pola yang dapat digambarkan sebagai *circular downward pressure*. Ketika presales turun, pembayaran ke kontraktor tertunda. Kontraktor mengurangi tenaga kerja atau memperlambat pekerjaan. Progres konstruksi turun. Bank menahan pencairan. Likuiditas semakin ketat. Calon pembeli kehilangan kepercayaan. Presales semakin menurun. Dan siklus terus berulang. Informan proyek merangkum situasi tersebut dengan ungkapan yang cukup menggambarkan dampaknya: *"Satu keterlambatan kecil saja bisa membuat semuanya berantakan. Begitu satu rantai tersendat, semuanya ikut tersendat."* (W13).

Fenomena ini menunjukkan bahwa arus kas dalam proyek properti bukan sekadar aliran dana masuk dan keluar, tetapi merupakan mekanisme koordinasi kompleks antara berbagai aktor: perusahaan sebagai pengembang, kontraktor sebagai pelaksana fisik proyek, bank sebagai penyedia dana, dan konsumen sebagai penyedia cash-in melalui presales. Ketika satu aktor mengalami gangguan, seluruh mata rantai operasional dan keuangan ikut terdampak. Dalam konteks PT ABC, kerapuhan struktur modal dan absennya buffer likuiditas memperburuk situasi, karena perusahaan tidak memiliki sumber alternatif untuk meredam tekanan tersebut.

Ketika peneliti menanyakan apakah perusahaan memiliki cadangan kas internal atau fasilitas kredit cadangan untuk menghadapi risiko perlambatan penjualan, informan keuangan menjawab, *"Tidak ada fasilitas standby. Waktu itu diasumsikan penjualan cukup kuat, jadi kami tidak siapkan buffer tambahan."* (W14). Kutipan ini memperkuat temuan bahwa struktur pendanaan PT ABC sangat bergantung pada presales, tanpa diversifikasi sumber pendanaan yang memadai.

Penelitian juga menemukan bahwa pendapatan dari gedung kantor tidak dapat menjadi substitusi yang stabil bagi arus kas proyek apartemen. Informan operasional menyampaikan bahwa, *"Pendapatan sewa turun cukup besar karena tenant besar keluar. Kami kira itu bisa menutup kekurangan cash proyek apartemen, tapi ternyata tidak cukup."* (W4). Dengan demikian, dua sumber arus kas yang berbeda ternyata memiliki volatilitas yang tinggi dan tidak mampu saling menopang dalam kondisi krisis.

Temuan ini memperluas argumentasi Fadzlurrahman dan Abubakar (2019) yang menyatakan bahwa struktur pendanaan properti di Indonesia cenderung rapuh karena mengandalkan presales sebagai sumber utama pembiayaan konstruksi. Namun temuan penelitian ini memberikan dimensi tambahan dengan menunjukkan bahwa bahkan ketika perusahaan memiliki dua lini bisnis berbeda, volatilitas pendapatan gedung kantor membuat diversifikasi arus kas tidak cukup efektif untuk mengurangi risiko likuiditas. Hal ini memberikan wawasan baru bahwa *cash flow diversification* di industri properti tidak selalu memberikan perlindungan sebagaimana diasumsikan dalam literatur finansial tradisional.

Kesimpulan bagian ini menunjukkan bahwa tekanan arus kas dalam proyek properti bukan hanya persoalan manajemen keuangan, tetapi

juga persoalan koordinasi lintasfungsi dan ketahanan struktur modal. Tanpa mitigasi risiko yang jelas, ketergantungan pada presales dan pendapatan sewa membuat perusahaan berada pada posisi yang sangat rentan. Wawancara dengan berbagai informan memperlihatkan bahwa tekanan ini muncul lebih cepat dan lebih kuat daripada yang diperkirakan manajemen, sehingga perusahaan kesulitan merespons secara strategis. Sebagaimana disampaikan oleh salah satu informan, *"Kita seperti kehabisan napas sebelum setengah proyek berjalan."* (W15).

Pengujian Kritis terhadap Covenant sebagai Alat Pengendalian Risiko

Dalam teori keuangan, covenant diposisikan sebagai mekanisme perlindungan bagi kreditur untuk mengurangi risiko moral hazard dan memastikan bahwa perusahaan menjaga kesehatan keuangannya selama masa pinjaman. Covenant dirancang untuk menjadi alat pengendalian risiko, bukan alat penghukum. Namun hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dalam praktiknya, covenant dapat berubah menjadi sumber rigiditas struktural yang mempercepat tekanan keuangan perusahaan, terutama ketika struktur modal sejak awal telah dirancang tanpa ruang fleksibilitas yang memadai.

Wawancara dengan tim keuangan PT ABC memperlihatkan bagaimana covenant menjadi faktor pemicu krisis likuiditas. Salah satu informan menyatakan, *"Begitu DSCR kami turun di bawah batas yang disyaratkan, bank langsung menahan pencairan tahap berikutnya. Mereka bilang tidak bisa melanjutkan sebelum ada indikasi perbaikan arus kas."* (W16). Pernyataan ini menunjukkan bahwa bank menerapkan covenant secara ketat tanpa mempertimbangkan kebutuhan likuiditas perusahaan untuk menjaga kelangsungan konstruksi. Ketika peneliti meminta penjelasan lebih detail, informan tersebut menambahkan, *"Yang sulit itu, untuk memperbaiki DSCR kami*

butuh cash-in, tapi cash-in tidak masuk karena progres konstruksi melambat." (W17). Situasi ini menggambarkan bagaimana covenant dapat menciptakan lingkaran persoalan yang saling memperparah.

Kondisi tersebut melahirkan apa yang dalam penelitian ini disebut *double choke effect*, yaitu situasi ketika perusahaan membutuhkan dana lebih banyak justru pada saat dana tersebut dibatasi oleh bank. Informan dari tim proyek menggambarkan kondisi ini dengan cukup gamblang: *"Kami butuh dana untuk ngejar pembangunan, tapi pencairannya terhenti. Jadi kami seperti dipaksa berjalan dengan tangan terikat."* (W18). Pernyataan ini memperlihatkan bahwa covenant, yang pada dasarnya bertujuan menjaga disiplin keuangan, pada akhirnya menghambat kemampuan perusahaan untuk memperbaiki kinerjanya.

Fenomena ini sejalan dengan konsep *debt overhang problem* dalam literatur keuangan, yaitu situasi ketika tingginya beban utang membuat perusahaan tidak dapat mengambil tindakan perbaikan karena setiap upaya peningkatan nilai perusahaan malah akan lebih banyak menguntungkan kreditur daripada pemegang saham. Dalam konteks PT ABC, debt overhang terlihat jelas: perusahaan ingin mempercepat konstruksi untuk meningkatkan kepercayaan pasar dan memperbaiki presales, namun semua langkah tersebut membutuhkan dana yang justru tidak dapat dicairkan karena covenant dilanggar.

Ketika peneliti menanyakan apakah proses renegotiasi dapat menjadi solusi, informan dari bagian keuangan menyampaikan pengalaman yang memperlihatkan betapa sulitnya proses tersebut: *"Kami sudah ajukan renegotiasi, tapi bank sangat hati-hati. Mereka bilang kondisi pasar properti memang sedang melemah, jadi mereka tidak bisa longgar tanpa melihat bukti perbaikan dulu."* (W19). Kutipan ini menggambarkan bahwa kegagalan renegotiasi bukan semata-mata karena kondisi internal

perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh persepsi risiko eksternal yang lebih luas. Bank menilai bahwa risiko industri properti secara keseluruhan meningkat, sehingga mereka enggan memberikan kelonggaran meskipun perusahaan menunjukkan komitmen untuk memperbaiki kondisi.

Informan lain menambahkan perspektif yang memperkuat temuan tersebut. Menurutnya, *"Bank tidak mau ambil risiko tambahan. Mereka justru memperketat review kami. Hampir tiap dua minggu mereka minta update."* (W20). Pernyataan ini memperlihatkan bahwa covenant bukan hanya menahan pencairan dana, tetapi juga meningkatkan intensitas pengawasan bank terhadap perusahaan, yang pada gilirannya menambah tekanan administratif dan psikologis bagi manajemen. Bagi perusahaan yang sedang berada dalam fase distress, tekanan semacam ini dapat mengalihkan fokus manajemen dari upaya operasional menuju respons teknis terhadap permintaan kreditur.

Penelitian Koralalage (2016) menegaskan bahwa renegotiasi covenant sering kali tidak efektif ketika akar masalah bersifat makro, bukan teknis. Namun penelitian ini memberikan kontribusi tambahan dengan menunjukkan bagaimana persepsi risiko bank mempengaruhi integritas proses renegotiasi. Dalam kasus PT ABC, bank melihat bahwa pasar apartemen sedang melemah, permintaan gedung kantor menurun, dan tingkat pembiayaan perbankan secara nasional sedang mengetat. Dengan kata lain, bank menghadapi tekanan risiko sistemik yang membuat mereka semakin berhati-hati dalam memberikan relaksasi covenant.

Selain itu, wawancara juga menunjukkan bahwa manajemen merasa covenant telah mengubah hubungan perusahaan dengan bank dari hubungan kemitraan menjadi hubungan yang jauh lebih transaksional. Salah satu informan menjelaskan, *"Awalnya kami merasa*

bank sebagai partner. Tapi setelah covenant terlanggar, hubungan berubah. Semua serba formal, serba prosedural, dan banyak hal yang tidak bisa dinegosiasi." (W21). Kutipan ini menggambarkan perubahan dinamika hubungan keuangan yang mempengaruhi koordinasi dan kemampuan perusahaan untuk melakukan penyesuaian strategi.

Dari analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa covenant memang berfungsi sebagai alat pengendalian risiko dari perspektif bank, namun dalam praktik industri properti yang sangat volatil, covenant dapat mempersempit ruang adaptasi perusahaan dan bahkan mempercepat munculnya financial distress. Penelitian ini memperlihatkan bahwa kegagalan memenuhi covenant bukan semata gejala dari lemahnya kinerja perusahaan, tetapi refleksi dari ketidaksesuaian antara struktur modal yang terlalu optimistis dengan realitas pasar yang bergerak secara cepat dan tidak terduga. Dengan demikian, covenant dalam konteks PT ABC bukan hanya menjadi alat kontrol eksternal, tetapi juga menjadi faktor internal yang memperburuk rigiditas struktur modal perusahaan.

Respons Manajerial dari Perspektif Adaptive Strategy

Respons manajerial PT ABC ketika menghadapi tekanan covenant menunjukkan pola adaptasi yang bersifat reaktif, defensif, dan sangat dipengaruhi oleh keterbatasan ruang gerak perusahaan akibat struktur modal yang telah disusun sejak awal proyek. Wawancara dengan para informan memperlihatkan bahwa ketika tanda-tanda pelanggaran covenant mulai muncul melalui penurunan DSCR, perlambatan presales, dan melemahnya pendapatan sewa manajemen memasuki fase penanganan krisis yang tidak lagi berorientasi pada strategi pertumbuhan, melainkan pada upaya mempertahankan kelangsungan proyek dan menghindari gagal bayar.

Langkah pertama yang ditempuh manajemen adalah melakukan renegotiasi dengan pihak bank. Informan dari bagian keuangan menjelaskan, *"Begitu kami tahu DSCR hampir pasti turun di bawah batas, kami langsung coba bicara dengan bank. Kita ajukan restruktur atau minimal penjadwalan ulang. Tapi respons mereka hati-hati sekali."* (W22). Informasi ini menunjukkan bahwa inisiatif manajemen sebenarnya cukup cepat, namun keberhasilannya bergantung pada persepsi bank terhadap risiko. Ketika peneliti menanyakan bagaimana tanggapan bank terhadap proposal tersebut, informan yang sama menambahkan, *"Mereka bilang harus ada bukti presales membaik dulu. Padahal presales tidak bisa membaik tanpa progres proyek yang cepat."* (W23). Pernyataan tersebut menggambarkan kesenjangan antara ekspektasi bank dan kondisi lapangan, sehingga renegotiasi justru memperlihatkan keterjebakan perusahaan dalam lingkaran problematik yang sulit diputus.

Karena renegotiasi tidak segera membuahkan hasil, perusahaan beralih ke strategi kedua, yaitu mendorong percepatan penjualan melalui skema diskon besar dan promosi agresif. Informan pemasaran menjelaskan, *"Kami keluarkan promo hampir dua kali lipat dari biasanya. Itu bukan strategi pemasaran murni, lebih karena tekanan kebutuhan cash-in."* (W24). Diskon ini memang berhasil menarik sebagian pembeli baru dalam jangka pendek, tetapi dapat dipahami bahwa strategi semacam ini mengurangi margin keuntungan perusahaan secara substansial. Informan tersebut mengakui hal itu ketika mengatakan, *"Kami sebenarnya tahu margin turun, tapi saat itu pilihan kami hanya dua: kasih diskon atau proyek berhenti."* (W25). Dengan demikian, strategi diskon bukan sekadar keputusan pemasaran, tetapi langkah penyelamatan jangka pendek yang mencerminkan urgensi mempertahankan aliran kas.

Upaya berikutnya adalah melakukan efisiensi operasional, terutama pada lini usaha gedung kantor yang selama ini menjadi sumber pendapatan tambahan. Informan operasional menjelaskan, *"Kami pangkas dulu semua layanan yang tidak kritis. Beberapa kegiatan maintenance kami tunda. Ini bukan sesuatu yang ideal, tapi kondisinya memaksa."* (W26). Namun ketika peneliti menanyakan sejauh mana penghematan tersebut membantu stabilitas keuangan, informan tersebut menjawab, *"Tidak banyak. Karena biaya gedung sebagian besar fixed cost, jadi ruang pangkasnya terbatas."* (W27). Kutipan ini memperlihatkan bahwa strategi efisiensi tidak memiliki dampak signifikan terhadap perbaikan rasio keuangan.

Secara keseluruhan, ketiga langkah utama tersebut renegotiasi kredit, pemberian diskon besar, dan pemangkasan biaya merefleksikan pola respons yang bersifat *adaptive but defensive*. Manajemen berusaha menyesuaikan diri terhadap tekanan yang muncul, tetapi pilihan strategi dibatasi oleh struktur modal yang sejak awal terlalu optimistis dan tidak menyediakan ruang fleksibilitas. Informan senior dalam manajemen proyek merangkum situasi ini dengan cukup mencolok: *"Kami seperti memadamkan api yang sudah membesar. Apa pun yang bisa dilakukan, dilakukan saja. Tapi sebenarnya tidak ada strategi yang benar-benar bisa mengubah posisi kami saat itu."* (W28). Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa respons yang diambil bersifat reaktif, bukan preventif ataupun strategis.

Dalam perspektif manajemen krisis, pola respons PT ABC dapat dikategorikan sebagai *tactical firefighting*, yaitu penanganan masalah yang bersifat operasional dan jangka pendek, tanpa kemampuan untuk melakukan reposisi strategis. Kondisi ini bukan semata-mata akibat kelemahan manajemen, tetapi merupakan konsekuensi langsung dari struktur modal awal yang terlalu bergantung pada presales

dan asumsi pasar optimistis. Ketika asumsi tersebut runtuh, perusahaan tidak memiliki cadangan keuangan, alternatif pembiayaan, ataupun fleksibilitas operasi yang cukup besar untuk melakukan pivot.

Dari sudut pandang teori struktur modal, respons PT ABC justru mengonfirmasi pola yang dijelaskan dalam Pecking Order Theory. Ketika tekanan muncul, perusahaan tetap memilih memaksimalkan sumber internal sebelum mempertimbangkan sumber eksternal. Diskon penjualan, penundaan maintenance, pergeseran arus kas internal, serta pemanfaatan setiap rupiah yang masuk merupakan manifestasi nyata preferensi pendanaan internal. Informan keuangan bahkan menyebutkan secara eksplisit, "*Kami tidak berani menambah utang baru, karena itu justru membuat covenant semakin berat. Jadi kami pakai apa pun yang ada dulu.*" (W29). Hal ini menunjukkan bahwa bahkan dalam kondisi distress, pola preferensi pendanaan internal tetap menjadi pedoman utama perusahaan.

Namun penelitian ini juga memperlihatkan keterbatasan teori tersebut. Pecking Order Theory menjelaskan urutan preferensi, tetapi tidak mengakomodasi bagaimana perusahaan bereaksi ketika seluruh pilihan internal tidak lagi memadai dan pilihan eksternal tidak lagi tersedia. Dalam kasus PT ABC, ketika pendanaan internal melemah dan pendanaan eksternal dibatasi oleh covenant, perusahaan berada dalam situasi ruang strategis yang sangat sempit. Teori tersebut tidak menyediakan kerangka untuk memahami respons krisis yang muncul dalam kondisi tekanan sistemik seperti pada industri properti saat ini.

Secara keseluruhan, analisis respons manajerial PT ABC menunjukkan bahwa strategi adaptif perusahaan sangat dibatasi oleh desain struktur modal, asumsi awal yang terlalu percaya diri, rigiditas covenant, dan volatilitas arus kas. Respons yang dilakukan

bukan merupakan hasil perencanaan strategis jangka panjang, tetapi tindakan darurat untuk mempertahankan kelangsungan operasional proyek. Hal ini digambarkan oleh salah satu informan kunci yang mengatakan, "*Saat itu tujuan kami bukan lagi mencari untung. Tujuan kami adalah bertahan.*" (W30). Pernyataan ini menggambarkan pergeseran orientasi manajemen dari strategi pertumbuhan ke strategi survival, yang merupakan karakteristik utama perusahaan dalam fase distress.

Implikasi Teoretis dan Praktis dari Temuan Penelitian

Temuan penelitian ini memberikan beberapa pemahaman baru yang tidak sepenuhnya tertangkap oleh teori struktur modal yang umum digunakan dalam literatur keuangan. Selama ini *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* banyak dipakai untuk menjelaskan bagaimana perusahaan menentukan komposisi utang dan ekuitas. Namun temuan lapangan memperlihatkan bahwa dalam industri properti yang sangat bergantung pada presales, sarat ketidakpastian, dan mudah berubah hanya karena sedikit guncangan ekonomi kedua teori tersebut tidak selalu cukup menjelaskan proses pengambilan keputusan.

Dalam kasus PT ABC, keputusan pendanaan sejak awal tampak lebih digerakkan oleh keyakinan subjektif manajemen daripada analisis risiko yang sistematis. Pengalaman proyek sebelumnya dan penilaian intuitif terhadap lokasi, misalnya, terbukti lebih dominan dibandingkan kajian pasar yang aktual. Temuan semacam ini menunjukkan bahwa teori struktur modal tidak bisa dilepaskan dari konteks perilaku manajer yang mengambil keputusan tersebut. Di titik ini, teori keuangan perlu berdialog dengan pendekatan *behavioral finance*, karena keputusan pendanaan tidak hanya berhenti pada persoalan rasio dan manfaat pajak, tetapi

juga dipengaruhi oleh optimisme, bias pengalaman, dan kecenderungan melihat kondisi pasar secara selektif.

Temuan lain yang cukup penting adalah mengenai peran covenant. Dalam teori, covenant diposisikan sebagai alat kontrol untuk memastikan perusahaan berada pada jalur yang sehat. Namun dari hasil wawancara terlihat bahwa covenant juga dapat menciptakan kekakuan pada saat perusahaan sedang membutuhkan ruang untuk menyesuaikan diri. Ketika DSCR menurun, pencairan kredit langsung tertahan. Padahal pencairan tersebut justru diperlukan untuk mempercepat konstruksi agar perusahaan dapat meningkatkan presales. Situasi seperti ini memperlihatkan kekosongan dalam teori: covenant bukan hanya fungsi pengendali risiko, tetapi juga faktor yang dapat membatasi respons perusahaan terhadap tekanan pasar. Hal-hal seperti ini jarang dibahas dalam teori keuangan konvensional, tetapi muncul dengan sangat jelas dalam pengamatan lapangan.

Dari sisi praktik, penelitian ini memberi beberapa pelajaran yang relevan bagi perusahaan properti. Pertama, pentingnya membangun struktur modal yang tidak hanya cocok dalam kondisi pasar yang baik, tetapi juga tahan ketika pasar memburuk. Dalam kasus PT ABC, struktur modal dibuat berdasarkan satu skenario optimistis, tanpa mempersiapkan ruang cadangan jika penjualan melambat atau suku bunga naik. Di industri yang siklusnya sangat tajam seperti properti, pendekatan semacam ini sangat riskan. Oleh karena itu, perusahaan perlu memasukkan uji sensitivitas sejak tahap perencanaan, bukan hanya sebagai pelengkap dokumen pinjaman, tetapi sebagai alat untuk memperkirakan sejauh mana perusahaan siap menghadapi perubahan pasar.

Temuan ini juga menekankan perlunya fleksibilitas pendanaan. Ketergantungan besar pada presales membuat perusahaan tidak

memiliki banyak pilihan ketika pasar tiba-tiba melemah. Perusahaan perlu mempertimbangkan alternatif pembiayaan yang bisa menjadi penyangga, misalnya fasilitas standby, pendanaan mezzanine, atau penyiapan buffer kas internal yang khusus diarahkan untuk menutup kebutuhan mendesak. Alternatif semacam ini mungkin tidak murah, tetapi jauh lebih aman dibanding bertumpu pada satu sumber arus kas yang tidak pasti.

Selain itu, penelitian ini menunjukkan betapa pentingnya hubungan komunikasi yang terbuka antara perusahaan dan bank. Dalam kasus PT ABC, hubungan dengan bank berubah drastis setelah covenant terlanggar. Upaya renegosiasi menjadi sulit karena bank menilai risiko industri meningkat. Ini menunjukkan bahwa proses komunikasi yang dibangun hanya ketika masalah muncul sering kali tidak cukup efektif. Perusahaan perlu lebih transparan sejak awal mengenai asumsi, risiko, dan kemungkinan skenario buruk agar bank memiliki pemahaman yang lebih baik terhadap dinamika proyek. Dengan demikian, diskusi mengenai kelonggaran covenant tidak dimulai dari posisi defensif, tetapi sebagai bagian dari pengelolaan risiko bersama.

Terakhir, temuan penelitian ini juga memiliki implikasi bagi regulator. Ketergantungan industri properti pada presales dan kredit konstruksi menunjukkan perlunya kebijakan pembiayaan yang lebih berhati-hati, terutama pada proyek yang menghadapi pasar yang mulai jenuh. Regulator dapat mempertimbangkan untuk memperkuat aturan mengenai analisis risiko sebelum bank memberikan pinjaman konstruksi, termasuk keharusan menggunakan stress test dan skenario sensitivitas yang realistis. Langkah semacam ini dapat membantu menekan risiko sistemik yang sering kali muncul akibat melemahnya beberapa proyek besar sekaligus dalam satu periode.

Secara umum, penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal dalam industri properti tidak dapat dipahami hanya dari formula dan teori yang selama ini digunakan. Ada dinamika manajerial, ketidakpastian pasar, dan hubungan antaraktor yang memengaruhi cara perusahaan bergerak. Dengan melihat kasus PT ABC secara dekat, penelitian ini menawarkan pemahaman yang lebih utuh mengenai bagaimana keputusan pendanaan dibuat, bagaimana tekanan muncul, dan bagaimana perusahaan mencoba bertahan ketika teori tidak lagi cukup memberi pegangan.

Kesimpulan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dinamika struktur modal PT ABC sangat ditentukan oleh cara manajemen membaca peluang pasar dan mengelola arus kas dalam situasi yang berubah cepat. Keputusan pendanaan yang pada awalnya dibangun di atas asumsi optimistis terhadap presales dan stabilitas pendapatan sewa ternyata tidak cukup mampu menahan tekanan ketika pasar memasuki fase perlambatan. Penurunan permintaan apartemen dan melemahnya tingkat hunian gedung kantor memicu tekanan arus kas yang kemudian berujung pada kegagalan pemenuhan covenant kredit. Ketika covenant terlanggar, ruang manuver perusahaan semakin terbatas karena pencairan dana terhambat pada saat perusahaan justru sangat membutuhkannya untuk menjaga progres konstruksi dan meningkatkan kepercayaan konsumen.

Respons manajerial yang muncul mulai dari upaya negosiasi dengan bank, penawaran diskon besar untuk mempercepat penjualan, hingga efisiensi biaya operasional menunjukkan orientasi perusahaan pada pemanfaatan sumber daya internal sebagai langkah pertama dalam mengatasi tekanan. Pola ini sejalan dengan preferensi pendanaan dalam *Pecking Order Theory*, meskipun temuan penelitian juga memperlihatkan bahwa teori

tersebut memiliki keterbatasan ketika perusahaan sudah memasuki fase distress dan pilihan pendanaan eksternal menjadi sangat sempit. Dalam kondisi tersebut, perusahaan tidak lagi beroperasi dalam kerangka optimalisasi struktur modal, melainkan dalam kerangka mempertahankan kelangsungan proyek.

Berdasarkan temuan tersebut, PT ABC dan perusahaan properti lain perlu memperkuat perencanaan struktur modal sejak tahap awal dengan memasukkan berbagai skenario risiko secara lebih serius. Perusahaan perlu menyusun stress-test arus kas, menetapkan sistem pemantauan dini terhadap potensi pelanggaran covenant, serta menyiapkan alternatif pendanaan yang dapat diakses ketika presales tidak berjalan sesuai rencana. Di luar aspek teknis, perusahaan juga perlu mengevaluasi kecenderungan mengandalkan pengalaman masa lalu sebagai dasar proyeksi, karena kondisi pasar yang semakin dinamis tidak selalu memungkinkan pola historis berulang begitu saja.

Secara akademik, penelitian ini memberi gambaran bahwa struktur modal dalam industri properti tidak dapat dipahami hanya melalui teori keuangan konvensional. Keputusan pendanaan dipengaruhi oleh perpaduan antara keyakinan manajerial, tekanan pasar, hubungan dengan kreditur, dan pola arus kas yang fluktuatif. Temuan ini membuka ruang bagi penelitian selanjutnya untuk menelaah lebih jauh bagaimana faktor-faktor perilaku dan institusional berperan dalam pembentukan struktur modal pada sektor properti, terutama dalam konteks pasar negara berkembang.

Daftar Referensi

- Ahmed, A. M., Sharif, N. A., Ali, M. N., & Hagen, I. (2023). Effect of Firm Size on the Association between Capital Structure and Profitability. *Sustainability*, 15(11196), 1–17. <https://doi.org/10.3390/su151411196>

- Ai, H., Frank, M. Z., & Sanati, A. (2020). The Trade-off Theory of Corporate Capital Structure. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3595492>
- Arsyad, M., & Haeruddin, S. H. (2022). Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Inflasi, Dan Non Performing Loan Terhadap Pemberian Kredit Dan Dampaknya Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *YUME: Journal of Management*, 5(3), 686–699.
<https://doi.org/10.2568/yum.v5i3.3067>
- Buana, M. T. L., & Halim, S. (2021). Konsep Solusi Keuangan Syariah Bagi Perusahaan Konstruksi Infrastruktur di Indonesia - Studi Kasus Konstruksi Jalan. *Liquidity: Jurnal Riset Akuntansi Dan Manajemen*, 10(1), 1–11.
ojs.itb-ad.ac.id/index.php/LQ/
- Creswell, J. W. (2014). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. SAGE Publications.
- Fadzlurrahman, F., & Abubakar, L. (2019). Pengalokasian Risiko Dalam Pembiayaan Proyek Berbasis Sukuk Guna Mewujudkan Kemudahan Berusaha. *Jurnal Jurisprudence*, 9(2), 133–148.
<https://doi.org/10.23917./jjr.v9i2.8073>
- Fitriyah, F., Wardana, G. K., Handayati, P., & Maharani, S. N. (2024). Profitabilitas: Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Nilai Bank dan Ukuran Bank Perbankan Syariah di Dunia. *Iqtishoduna*, 20(1), 93–107.
<https://doi.org/10.18860/iq.v20i1.26445>
- Indrawan, I. B. A., & Rikumahu, B. (2023). Analisis Risiko Kredit, Risiko Pasar dan Risiko Likuiditas pada Bank Umum BUMN. *JIMEA Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen Ekonomi & Akuntansi)*, 7(3), 287–303.
<https://doi.org/10.31955/mea.v7i3.3348>
- Jahanzeb, A., Saif, U.-R., Bajuri, N. H., Karami, M., & Ahmadimousaabad, A. (2013). Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations (IJMCI)*, 1(1), 11–18.
- Khan, S., Akhtar, T., & Qasem, A. (2024). Dynamics of capital structure determinants: empirical evidence from GCC countries. *Future Business Journal*, 10(1), 1–18.
<https://doi.org/10.1186/s43093-024-00394-6>
- Koralalage, W. B. Y. (2016). CFOs' views on corporate financing decisions Evidence from emerging market of Sri Lanka. *Qualitative Research in Financial Markets*, 8(4), 331–358.
<https://doi.org/10.1108/QRFM-12-2014-0031>
- Kusmayadi, D., Rudiana, D., & Badruzaman, J. (2019). *Good Corporate Governance* (I. Firmansyah (ed.); Vol. 3). LPPM Universitas Siliwangi.
- Mohammad, K. U. (2022). How bank capital structure decision-making change in recessions: Covid-19 evidence from Pakistan. *Asian Journal of Economics and Banking*, 6(2), 255–269. <https://doi.org/10.1108/ajeb-04-2021-0049>
- Naranjo, P., Saavedra, D., & Verdi, R. S. (2020). The Pecking Order and Financing Decisions: Evidence From Changes to Financial-Reporting Regulation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 37(4), 727–750.
<https://doi.org/10.1177/0148558X20945066>
- Nguyen, G., Huong, T., Anh, L., Thi, N., & Thu, N. N. (2023). *Impact of Capital Structure and Debt Characteristics on Default Risk of Listed Real Estate Firms in Vietnam* (Vol. 2023, Issue Icech). Atlantis Press International BV.
<https://doi.org/10.2991/978-94-6463-348-1>
- Prasetya, H. B., & Purba, H. H. (2021). Tinjauan dan Analisis Risiko dalam Proyek Konstruksi Bangunan: Studi Literatur. *Jurnal Teknologi Dan Manajemen*, 19(2), 95–106.
<https://doi.org/10.52330/jtm.v19i2.29>
- Putra, I. D. A. N., & Suardhika, I. M. S. (2018). Pengaruh Pinjaman yang Diberikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Non Performing Loan Sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 23(2), 1201–1224.
<https://doi.org/10.24843/EJA.2018.v23.i02.p15>
- Rahman, M. A., Hossain, T., & Sen, K. K. (2023). Revisiting the puzzle of capital structure determinants: an empirical study based on UK firms. *Arab Gulf Journal of Scientific Research*.
<https://doi.org/10.1108/AGJSR-04-2023-0162>
- Rofi'atun, R., & Nabila, R. (2021). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada bank umum syariah. *Journal of Accounting and Digital Finance*, 1(2), 59–71.

<https://doi.org/10.53088/jadfi.v1i2.78>

Rumasukun, M. R., & Noch, M. Y. (2024). Exploring Corporate Finance Dynamics: A Qualitative Study on Capital Structure, Firm Value, and Dividend Policies. *Golden Ratio Journal*, 4(1), 35–44.

<https://doi.org/10.52970/grfm.v4i1.463>

Salim, R. N. (2023). Pengaruh Analisis Arus Kas dalam Proyek Konstruksi : Tinjauan Literatur Sistematis. *Journal of Sustainable Construction*, 3(1), 32–40.

<https://doi.org/10.26593/josc.v3i1.6961>

Stoiljkovic, A., Tomic, S., Lekovic, B., & Matic, M. (2023). Determinants of Capital Structure : Empirical Evidence of Manufacturing Companies in the Republic of Serbia. *Sustainability*, 15(778), 1–19.

<https://doi.org/10.3390/su15010778>

Sugiyono. (2024). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.