

PENGARUH FAKTOR-FAKTOR SPESIFIK NEGARA PADA INDIKATOR MAKROEKONOMI TERHADAP KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI PENGOLAHAN DI INDONESIA PERIODE 2015-2019

Cherry Astadewi¹⁾, Muthia Pramesti²⁾

¹⁾Universitas Indonesia, Depok
cherrygautama10@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi terhadap keputusan struktur modal perusahaan sektor industri pengolahan di Indonesia. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 45 perusahaan sektor industri pengolahan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2019. Dengan menggunakan metode regresi *balanced* data panel dan teknik estimasi *random effect model*, hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi yang terdiri dari *prime lending rate*, pertumbuhan PDB, tingkat inflasi, *exchange rate*, dan *corporate tax rate* tidak memiliki pengaruh langsung terhadap keputusan struktur modal perusahaan, sedangkan variabel spesifik perusahaan yang dipilih yaitu profitabilitas, *tangibility* dan *growth rate* merupakan determinan yang signifikan dalam proses pengambilan keputusan struktur modal perusahaan sektor industri pengolahan di Indonesia.

Kata kunci: Faktor-faktor spesifik negara, makroekonomi, industri pengolahan, perusahaan Indonesia, struktur modal

ABSTRACT

This research was conducted to investigate the influence of country-specific factors on macroeconomic indicators on capital structure decision of process manufacturing industry's companies in Indonesia. This study used a sample of 45 public companies from process manufacturing industry in Indonesia within the period of 2015-2019. Using the balanced panel data regression, with the estimation technique of random effect model, the result of this study shows the country-specific factors which consist of prime lending rate, GDP growth, inflation rate, exchange rate, and corporate tax rate do not have any direct influence on the capital structure decision of firms, while the selected firm-specific variables such as profitability, tangibility and growth rate are significant determinants of capital structure decision from process manufacturing industry's companies in Indonesia.

Keywords: *Country-specific factors, macroeconomics, process manufacturing industry, Indonesia listed firms, panel data, capital structure*

1. PENDAHULUAN

Struktur modal berperan sangat signifikan dalam pengambilan keputusan strategis pada aspek keuangan perusahaan. Keputusan struktur modal ini dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor internal maupun eksternal. Sebelumnya telah banyak penelitian-penelitian yang menemukan bahwa keputusan struktur modal perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor spesifik perusahaan, tetapi juga oleh faktor spesifik negara (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1999; Booth et al., 2001;

Bancel & Mittoo, 2004). Faktor spesifik perusahaan dan dampaknya dapat dikelola oleh internal perusahaan, sedangkan faktor spesifik negara berada di luar kendali perusahaan. Faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi adalah faktor yang mencerminkan kondisi umum suatu negara dan faktor yang terdampak jika terdapat perubahan hukum, kebijakan dan aturan atau saat perekonomian terjadi periode *boom* atau resesi di suatu negara. Berdasarkan penelitian terdahulu oleh Goyal and Packer (2017), perusahaan-

perusahaan yang berada di negara-negara dengan *lower middle income economies* cenderung memilih lebih banyak utang dalam struktur modal mereka dimana penelitian mereka yang dilakukan pada negara-negara yaitu HongKong, Indonesia, Korea, Malaysia, Filipina, Singapura, dan Thailand dari tahun 1991 hingga 2015 menunjukkan adanya peningkatan rasio utang untuk ekonomi berpenghasilan rendah termasuk Indonesia dan Filipina.

Indonesia merupakan negara berkembang yang sering mendapat perhatian akan ekonominya dimana Indonesia memiliki sistem keuangan yang cukup baik, populasi yang besar dan terus bertumbuh dengan cepat. Rata-rata pertumbuhan PDB pada periode 2015-2019 adalah 5,03% yang masih di bawah ekspektasi dan harapan masyarakat serta ambisi pemerintah pada tingkat pertumbuhan ekonomi tahunan sebesar 7%. Meningkatkan pertumbuhan ekonomi merupakan prioritas kebijakan utama bagi pemerintah dimana pada akhir 2014, ekonomi Indonesia masih berada di bawah tekanan seperti pertumbuhan ekonomi yang melambat, defisit transaksi berjalan yang besar dan defisit fiskal yang besar. Oleh karena itu kebijakan pun diberlakukan dengan adanya pemotongan subsidi BBM dan kemudian pemerintah yang berfokus pada pembangunan infrastruktur skala besar, reformasi fiskal, dan perbaikan iklim bisnis.

Dengan pertumbuhan ekonomi rata-rata tahunan sebesar 5%, inflasi dapat ditekan di angka 2,7% hingga 3,6% pada periode 2015-2019. Sejak tahun 2015, saat kinerja rupiah sudah stabil, inflasi cukup rendah, dan defisit neraca berada di bawah kendali, Bank Indonesia memulai menetapkan kebijakan moneter yang ekspansif. Hal ini terlihat dari penetapan suku bunga acuan yang turun drastis dari 2015 sebesar 7,5% menjadi 4,75% pada 2016 dan menjadi 4,25% pada 2017. Di

Indonesia, *prime lending rate* (suku bunga dasar kredit) mengacu pada *Bank Indonesia 7 day Reverse Repo Rate* sehingga tren *prime lending rate* memiliki korelasi positif dengan *BI rate* dimana dari tahun 2015 ke 2016 mengalami penurunan yang cukup besar yaitu *BI rate* turun dari 7,5% pada 2015 menjadi 4,75% pada 2016 dan SBDK korporasi turun dari 11,49% pada 2015 menjadi 10,97% pada 2016, kemudian pada 2017 SBDK kembali turun menjadi 10,60% dan mengalami kenaikan pada 2018 sebesar 10,66% dan kembali turun menjadi 10,08% pada 2019.

Pada era globalisasi, perdagangan internasional pun menjadi semakin marak. Dalam melakukan transaksi perdagangan internasional diperlukan mata uang yang telah disepakati oleh suatu negara sehingga dalam rangka mendukung kegiatan perdagangan internasional dengan negara lain suatu negara harus merubah mata uang tersebut menjadi digunakan dalam mata uang yang disepakati. Perubahan nilai tukar ini menimbulkan risiko nilai tukar yang secara langsung akan mempengaruhi perkembangan harga barang dan jasa di dalam negeri. Berdasarkan publikasi kurs tengah dollar Amerika terhadap rupiah di Bank Indonesia oleh Badan Pusat Statistik, rata-rata kurs US dollar terhadap rupiah mengalami apresiasi di 2016 dari Rp. 13.795 menjadi 13.436 namun kembali terdepresiasi pada 2017 menjadi Rp. 13.548. Melemahnya rupiah terhadap US dollar pun berlanjut pada tahun 2018 dimana rupiah tercatat terdepresiasi sebesar 5,7% sepanjang tahun 2018 dari awal bulan Januari hingga bulan Desember. Pelemahan rupiah terhadap US dollar tidak berlanjut di 2019, tercatat, rata-rata rupiah terhadap US dollar pada 2019 menguat dari Rp. 14.481 menjadi Rp. 13.901.

Perusahaan Indonesia dikenakan pajak perusahaan atas semua sumber

pendapatan terlepas dari mana pendapatan tersebut berasal. Perusahaan asing dapat dikenakan pajak di Indonesia jika mereka berada dan menjalankan usaha di negara Indonesia. Dalam kasus cabang perusahaan asing, perusahaan hanya dikenakan pajak atas penghasilan yang diperoleh di Indonesia. Pembayaran pajak yang dibayarkan ke negara lain diberikan pengurangan pajak di Indonesia. Tarif pajak normal penghasilan perusahaan di Indonesia adalah 25%. Hal ini mengacu pada ketentuan Pasal 17 Ayat 1 Bagian b UU No. 36 Tahun 2008 tentang Pajak Penghasilan.

Dalam penentuan faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi, variabel faktor-faktor spesifik negara yang digunakan adalah *prime lending rate*, pertumbuhan PDB, tingkat inflasi, *exchange rate*, dan *corporate tax rate*. Kondisi perekonomian negara merupakan elemen penting dan harus dikontrol baik lewat kebijakan moneter maupun kebijakan fiskal karena faktor-faktor negara ini penting yang tidak boleh ditinggalkan. Pertumbuhan PDB dalam beberapa penelitian dapat menjadi penentu struktur modal perusahaan dan merupakan indikator terpenting dalam analisis pertumbuhan ekonomi begitu juga dengan tingkat inflasi yang berhubungan erat dengan kondisi perekonomian dari segi daya beli masyarakat. *Prime lending rate* yang ditetapkan bank-bank umum di Indonesia yang mengacu pada *BI rate* menunjukkan seberapa besar bunga yang ditetapkan bank terhadap korporasi dan dapat menjadi faktor perusahaan dalam meminjam uang untuk operasional perusahaan atau tidak.

Exchange rate dapat menjadi salah satu penentu struktur modal karena perusahaan Indonesia yang sebagian bergantung pada ekspor dan menggunakan mata uang asing dalam

melakukan perdagangan dan juga fluktuasi mata uang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan terutama perusahaan dengan utang luar negeri yang besar. Selain itu tarif pajak merupakan kebijakan fiskal dan berdasarkan teori *trade off*, penurunan tarif pajak perusahaan berarti berkurangnya manfaat dari pembiayaan utang sehingga dapat *corporate tax rate* dapat menjadi penentu struktur modal perusahaan. Walaupun demikian, berdasarkan Antoniou et al. (2008), Hasil yang ditemukan pada satu negara tidak dapat digeneralisasikan ke negara lain yang memiliki tradisi hukum dan kelembagaan yang berbeda. Sehingga hasil penelitian-penelitian terdahulu yang dikaitkan dengan pengaruh faktor-faktor spesifik negara terhadap keputusan struktur modal tidak dapat digeneralisasikan untuk kondisi Indonesia.

Penelitian ini menggunakan sektor industri pengolahan sebagai sampel yang digunakan. Industri pengolahan merupakan cabang manufaktur yang kegiatannya mengubah barang dasar menjadi barang jadi atau setengah jadi dengan tujuan meningkatkan nilai dari barang tersebut. Berdasarkan data dari Badan Pusat Statistik tahun 2019, sektor yang paling besar berkontribusi terhadap produk domestik bruto berasal dari sektor industri pengolahan yaitu sebesar 22%. Oleh karena itu latar belakang pemilihan sektor industri pengolahan ini tidak lepas dari peran penting sektor industri pengolahan dalam mendorong perekonomian nasional. Secara historis, industri manufaktur telah menjadi penggerak pertumbuhan ekonomi, perubahan struktural, dan untuk mengejar ketinggalan dari negara lain (Naudé & Szirmai). Industri manufaktur seringkali disebut sebagai landasan bagi perekonomian nasional dan menjadi sektor penting yang menghasilkan pekerjaan produktif dan pertumbuhan

ekonomi yang berkelanjutan. Oleh karena itu, sebagai sektor penyumbang PDB tertinggi, peneliti ingin meneliti lebih lanjut mengenai keputusan struktur modal yang dipilih oleh perusahaan-perusahaan tersebut dikarenakan pengaruhnya terhadap perekonomian nasional.

Myers dan Majluf (1984) menyebut struktur modal sebagai “teka-teki” dimana penentu struktur modal yang optimal dan pengaruhnya terhadap keputusan perusahaan masih belum terpecahkan sampai saat ini dimana banyak peneliti yang mendalami isu determinan struktur modal selama beberapa dekade terakhir belum menemukan metode khusus yang diidentifikasi sebagai struktur modal yang optimal (Kumar, Colombage, & Rao, 2017). Sejauh ini, literatur yang tersedia lebih banyak meneliti tentang pentingnya faktor spesifik dalam internal perusahaan dalam menentukan pilihan pembiayaan perusahaan dalam konteks negara berkembang. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji peran pengaruh dari faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi terhadap keputusan struktur modal dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Bukti menunjukkan bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan oleh faktor spesifik perusahaan maupun faktor eksternal (Gajurel, 2005). Namun, sebagian besar penelitian masih terkonsentrasi pada variabel spesifik perusahaan sebagai penentu struktur modal. Berdasarkan teori struktur modal, *tax shield*, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan, risiko, likuiditas, kelas industri dan keunikan produk merupakan atribut kunci khusus perusahaan yang menentukan struktur modal (Titman & Wessels, 1988; Ozkan, 2001; Gaud, Jani, Hoesli & Bender, 2005;). Dari perspektif faktor-faktor spesifik negara, studi oleh Booth et al,

(2001) adalah yang pertama dan berfokus pada struktur modal di negara berkembang di mana mereka memberikan bukti tentang pengaruh faktor spesifik negara terhadap struktur modal. Dalam temuan empiris mereka, mereka menyimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi riil cenderung meningkatkan rasio utang sedangkan inflasi yang lebih tinggi menyebabkan penurunan rasio tersebut.

Dalam studi lain, Gajurel (2005) meneliti determinan struktur modal untuk perusahaan Nepal dan menyimpulkan bahwa, tingkat pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi cenderung menyebabkan perusahaan menggunakan lebih banyak utang dan seiring dengan berkembangnya pasar modal, utang pun menjadi pilihan yang banyak digunakan untuk pembiayaan perusahaan. Di Indonesia, sebagian besar studi empiris yang dilakukan terkonsentrasi pada faktor spesifik perusahaan sebagai determinan struktur modal dan hanya sedikit yang meneliti determinan faktor spesifik negara terhadap struktur modal sehingga penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara faktor-faktor spesifik negara terutama pada indikator makroekonomi dan struktur modal perusahaan khususnya perusahaan industri pengolahan yang terdaftar di bursa efek Indonesia dan memberikan bukti empiris baru yang berhubungan dengan keputusan struktur modal. Menurut teori *Pecking order*, ketika perusahaan-perusahaan di Asia menggunakan dana internal mereka dengan tingkat pendanaan eksternal yang menurun, maka likuiditas akan menyusut (Vo, 2017).

2. Tinjauan Literatur

2.1. Struktur Modal

Teori modern tentang struktur modal dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1958). Dalam teori tersebut,

mereka mendapatkan hasil bahwa pilihan pembiayaan baik dengan menggunakan utang ataupun ekuitas tidak memiliki pengaruh material terhadap nilai dari perusahaan karena di pasar modal yang sempurna, dengan kombinasi proporsi utang dan ekuitas bagaimanapun tidak memiliki pengaruh yang signifikan dan sama-sama baik sehingga pihak manajemen perusahaan tidak perlu terlalu mengkhawatirkan proporsi utang dan ekuitas ini. Namun, teorema Modigliani dan Miller ini menjadi tidak relevan karena teori mereka didasarkan pada asumsi restriktif yang tidak berlaku pada kenyataan dan ketika asumsi ini dihapus maka pilihan struktur modal menjadi faktor penentu nilai yang penting dalam perusahaan. Misalnya, dengan mempertimbangkan pajak dalam analisis mereka, Modigliani dan Miller (1963) mengusulkan bahwa perusahaan harus menggunakan utang sebanyak mungkin karena pembayaran bunga yang dapat dikurangi dari pajak. Selain itu, mereka juga menemukan bahwa perusahaan dengan *leverage* memiliki nilai yang melebihi perusahaan yang tanpa memiliki *leverage* yang dikarenakan adanya penghematan pajak yang timbul dari penggunaan utang.

Meskipun tidak ada teori yang diterima secara universal tentang keputusan struktur modal, dua teori utama yang paling sering digunakan adalah teori *trade-off* dan teori *pecking order* (Frank & Goyal, 2009). Teori *trade-off* menyatakan bahwa ketidaksempurnaan pasar menyebabkan efek positif pada nilai perusahaan dan bahwa ada tingkat struktur modal yang optimal (Kraus & Litzenberger, 1973). Tingkat optimal dicapai melalui keseimbangan utang dan ekuitas dimana biaya utang, terutama kebangkrutan, harus diimbangi dengan manfaatnya, terutama dari *tax-shield* (Kraus & Litzenberger, 1973). Teori *trade-off* dari struktur modal

menunjukkan bahwa target leverage perusahaan didorong oleh tiga kekuatan yang bersaing yaitu pajak, biaya *financial distress* (biaya kebangkrutan), dan konflik keagenan. Dengan menambahkan utang ke struktur modal perusahaan menurunkan kewajiban pajak (perusahaan) dan meningkatkan arus kas setelah pajak yang tersedia untuk penyedia modal. Dengan demikian, terdapat hubungan positif antara *tax shield* dan nilai perusahaan. Perusahaan berusaha untuk menyeimbangkan manfaat pajak dari *leverage* yang lebih tinggi dan kemungkinan yang lebih besar dari kesulitan keuangan (Drobtetz & Fix, 2003).

Sebaliknya, teori *pecking order* tidak mengasumsikan struktur modal yang optimal. Teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan pada dasarnya memiliki tiga opsi pembiayaan dan akan membuat keputusan berdasarkan risiko tersirat dari seleksi yang merugikan (Myers & Majluf, 1984). Dengan demikian, laba ditahan akan selalu menjadi yang paling menguntungkan sementara pembiayaan utang akan digunakan sebagai pilihan kedua. Ekuitas, dalam pengertian ini yang membawa informasi paling asimetris, hanya akan digunakan sebagai pilihan terakhir (Frank & Goyal, 2009). Teori *pecking order* membahas hubungan antara informasi asimetris dan keputusan investasi dan pendanaan. Menurut teori ini, asimetri informasional, dimana manajer perusahaan atau orang dalam memiliki informasi tentang "*return*" yang akan diberikan perusahaan atau peluang investasi, meningkatkan *leverage* perusahaan dengan tingkat yang sama. Jadi karena informasi asimetris dan masalah pensinyalan yang terkait dengan pembiayaan eksternal, pilihan pembiayaan perusahaan mengikuti urutan, dengan preferensi untuk keuangan internal daripada eksternal dan utang atas

ekuitas. Teori ini berlaku untuk perusahaan besar maupun perusahaan kecil (Bas et al., 2009). Dalam studi Jõeveer (2013) tentang ekonomi transisi, negara dengan transparansi rendah lebih menggunakan teori *pecking order* dibandingkan dengan ekonomi yang lebih transparan yang disebabkan oleh adanya asimetri informasi.

Teori kondisional penting lainnya dari struktur modal adalah teori *free cash flow* yang menyatakan bahwa *leverage* yang tinggi menyebabkan kenaikan nilai perusahaan meskipun ada ancaman kesulitan keuangan ketika arus kas operasi perusahaan melebihi anggaran investasi (Myers, 2001). Konflik antara pemegang saham dan manajer mengenai kebijakan pembiayaan perusahaan akan sangat parah ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow*. Masalahnya adalah bagaimana memotivasi para manajer untuk mendistribusikan *free cash* di antara para pemegang saham daripada menginvestasikannya di bawah biaya modal atau menyia-nyiakannya karena inefisiensi organisasi. Menurut Jensen (1986), utang dapat digunakan sebagai alat pengendali yang mengikat para manajer untuk membayar *free cash* di antara para pemegang saham yang tidak dapat diinvestasikan kembali secara menguntungkan di dalam perusahaan. Grossman & Hart (1982) mengamati bahwa utang dapat menciptakan insentif bagi manajer untuk bekerja lebih keras, mengkonsumsi lebih sedikit keuntungan, membuat keputusan investasi yang lebih baik, dll. Ketika kebangkrutan merugikan mereka, mungkin mereka kehilangan keuntungan dari kendali dan reputasi. Temuan ini menunjukkan bahwa rasio utang yang tinggi mungkin berbahaya bagi perusahaan, tetapi juga dapat menambahkan nilai dengan melakukan “diet keuangan” perusahaan.

Beberapa studi telah memeriksa validitas empiris dari teori-teori struktur

modal, tetapi sejauh ini tidak ada konsensus yang dicapai bahkan dalam konteks ekonomi yang maju. Ini mungkin terjadi karena fakta bahwa teori-teori ini berbeda dalam penekanannya, misalnya, teori *trade-off* menekankan pajak, teori *pecking order* menekankan perbedaan informasi, dan teori *free cash flow* menekankan biaya agensi. Dengan demikian, tidak ada teori universal tentang pilihan utang-ekuitas dan tidak ada alasan untuk mengharapkan adanya teori universal tersebut (Myers, 2001). Namun begitu, beberapa teori kondisional ini dapat berguna dalam memberikan dukungan dalam memahami perilaku pendanaan perusahaan.

2.2. Faktor-Faktor Spesifik Negara Pada Indikator Makroekonomi

Bunga adalah biaya dari keputusan pembiayaan perusahaan melalui utang, dan kenaikan suku bunga umumnya akan menyebabkan penurunan pembiayaan utang. Hal ini didukung oleh Mokhova & Zinecker (2014), walaupun mereka berpendapat bahwa bunga yang lebih tinggi akan memotivasi bank yang berorientasi pada keuntungan untuk meningkatkan pinjaman ke sektor swasta. Berdasarkan teori *trade-off*, Frank dan Goyal (2009) menyatakan bahwa perusahaan mendapatkan keuntungan pajak dari bunga yang mengurangi beban pajak. Oleh karena itu, *tax shield* merupakan alasan penting di balik penyesuaian perusahaan terhadap struktur modalnya, yang ditunjukkan oleh hubungan positif antara pajak dan utang dalam studi mereka. Penelitian mengenai suku bunga dan struktur modal ini memiliki hasil yang tidak konsisten dimana Bokpin (2009) menemukan hubungan positif yang signifikan antara suku bunga dan *leverage* sedangkan Yalciner (2011) menemukan hubungan negatif antara suku bunga dan *leverage*, walaupun kedua penelitian itu dilakukan

di negara berkembang. Jõeveer (2013), menyelidiki hubungan dalam ekonomi transisi, juga mengemukakan hubungan negatif antara bunga dan pembiayaan utang. Begitu juga dengan penelitian dari Buvanendra, Sridharan dan Thiyagarajan (2016) yang menemukan bahwa *prime lending rate* memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal perusahaan namun tidak signifikan. Berdasarkan teori dan penelitian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Prime Lending Rate* berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal perusahaan industri pengolahan di Indonesia.

Stulz (1990) kemudian Frank dan Goyal (2009) mengemukakan bahwa peningkatan arus kas menyebabkan peningkatan nilai nominal utang yang optimal. Ketika beroperasi dalam periode pertumbuhan ekonomi yang tinggi, yang ditandai dengan arus kas yang tinggi dan kemungkinan kebangkrutan yang rendah, perusahaan lebih memilih tingkat pembiayaan utang yang lebih tinggi. Di sisi lain, selama resesi ekonomi, yang terjadi justru sebaliknya. PDB sebagai indikator pertumbuhan ekonomi juga dapat dilihat sebagai indikator seberapa mudah untuk melakukan utang dan membayar biaya utang. Penelitian sebelumnya yang menguji hubungan langsung antara *leverage* dan pertumbuhan PDB telah menunjukkan hasil yang beragam. Beberapa penelitian menemukan pengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan (Demirguc-Kunt & Maksimovic, 1996; Dias Basto et al., 2011; Gajurel, 2006). Studi-studi ini sebagian besar berkaitan dengan ekonomi dari negara-negara berkembang. Sementara Hanousek & Shamsur, (2011) mempelajari ekonomi transisi yang ditandai dengan perubahan ekonomi yang substansial, menemukan hubungan

positif antara pertumbuhan PDB dengan *leverage*. Hubungan positif juga ditemukan oleh penelitian Buvanendra, Sridharan & Thiyagarajan (2016) walaupun tidak signifikan. Hubungan negatif yang ditemukan antara pertumbuhan PDB dan keputusan struktur modal dapat dijelaskan melalui teori *pecking order* dan hubungan perusahaan dengan arus kas yang lebih tinggi yaitu *retained earnings* sehingga berdasarkan teori dan mayoritas temuan penelitian, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Pertumbuhan PDB berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal perusahaan industri pengolahan di Indonesia.

Pengaruh inflasi pada struktur modal merupakan faktor yang banyak dibahas oleh penelitian sebelumnya dengan hasil yang cenderung berbeda-beda. Jõeveer (2013) berpendapat bahwa inflasi yang lebih tinggi menurunkan nilai pinjaman dari waktu ke waktu. Seiring dengan peningkatan inflasi, hal ini akan menyebabkan peningkatan yang sesuai dalam tingkat pembiayaan utang, karena nilai pengurangan pajak atas utang yang lebih tinggi. Hanousek & Shamsur (2011) juga menemukan pengaruh yang signifikan dan positif dari inflasi pada struktur modal dalam studi mereka tentang ekonomi transisi. Namun, ada penelitian yang menunjukkan hasil yang lebih bervariasi. Misalnya, Frank dan Goyal (2009) menemukan hubungan positif antara inflasi dan *market leverage*, meskipun tidak untuk *book leverage*. Öztekin (2015) mengemukakan bahwa perusahaan yang beroperasi di lingkungan dengan inflasi tinggi cenderung memiliki tingkat pembiayaan utang yang lebih rendah. Gajurel (2006) menemukan bahwa inflasi berhubungan negatif dengan total *leverage* dan rasio utang jangka pendek, tetapi memiliki pengaruh

positif terhadap rasio utang jangka panjang. Sedangkan Schall (1984), mengemukakan bahwa inflasi dan utang memiliki hubungan negatif, karena pengembalian modal riil setelah pajak meskipun biaya modal meningkat selama periode inflasi. Meski dengan hasil yang bervariasi tersebut, mayoritas penelitian menunjukkan adanya hubungan positif antara inflasi dan utang. Begitu juga dengan penelitian dari Buvanendra, Sridharan dan Thiyagarajan (2016) yang menemukan bahwa tingkat inflasi memiliki pengaruh positif terhadap keputusan struktur modal perusahaan namun tidak signifikan. Oleh karena itu, berdasarkan teori dan mayoritas temuan penelitian, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: Tingkat inflasi berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal perusahaan industri pengolahan di Indonesia.

Exchange rate dapat menunjukkan kondisi perekonomian suatu negara dan merupakan salah satu faktor pembanding perekonomian suatu negara dengan negara lain. *Exchange rate* penting karena dapat mempengaruhi harga barang internal dan eksternal. Menurut Fanelli dan Keifman (2002), ketika nilai mata uang negara meningkat, barang yang diproduksi oleh negara menjadi lebih mahal di luar negeri dan produsen dalam negeri tidak dapat dengan mudah menjual barangnya di luar negeri demikian juga dengan barang-barang luar negeri akan menjadi lebih murah di dalam negeri dan produsen barang-barang asing saling bersaing untuk menjual lebih banyak barang mereka. Sebaliknya, ketika nilai mata uang negara menurun maka barang dalam negeri menjadi lebih murah di luar negeri dan barang luar negeri menjadi lebih mahal di dalam negeri. Umumnya perubahan nilai tukar dapat mempengaruhi perusahaan yang

memperoleh keuntungan dari kredit luar negeri karena sumber keuangan yang masuk ke perusahaan harus berubah ke mata uang negara, sehingga kenaikan nilai mata uang negara yang berbeda dengan nilai tukar negara lain dapat menyebabkan perusahaan memperoleh lebih banyak sumber keuangan. Di sisi lain, kenaikan nilai tukar dan penurunan nilai mata uang negara menyebabkan uang tunai keluar lebih banyak dan biaya bunga perusahaan juga meningkat, sehingga rasio utang terhadap nilai khusus pun meningkat. Sementara itu, perusahaan harus mendapatkan keuntungan dari lebih banyak utang.

Namun *exchange rate* juga dapat berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal perusahaan karena jika *exchange rate* meningkat (rupiah melemah terhadap mata uang lain), maka perusahaan seharusnya menurunkan rasio utang mereka dalam mata uang tersebut atau mengubah denominasi utang yang ada. Ekspor adalah bagian penting dari ekonomi Indonesia. Hal ini membuat faktor *exchange rate* ini penting untuk memperhitungkan efek yang ditimbulkan oleh *exchange rate* terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Pengaruh negatif ini sejalan dengan teori *pecking order* (Caglayan & Demir, 2014). Berdasarkan teori tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: *Exchange Rate* berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal perusahaan industri pengolahan di Indonesia.

Berdasarkan teori *tax shield*, ketika pajak lebih tinggi, perusahaan akan lebih cenderung untuk berutang. Jõeveer (2013) berpendapat, sehubungan dengan teori *trade-off*, tarif pajak yang lebih tinggi menyiratkan manfaat perlindungan pajak bunga yang lebih tinggi, dan oleh karena itu mendorong tingkat pembiayaan utang yang lebih tinggi. Namun,

penelitian yang meneliti tentang *corporate tax rate* hanya memvalidasi hubungan ini pada tingkat signifikansi statistik yang rendah (Graham, 2003; Michaelas & Chittenden, 1999; Faccio & Xu, 2015). Graham et al. (2015) menemukan bahwa ada hubungan positif antara pajak dan preferensi utang. Begitu juga dengan penelitian dari Buvanendra, Sridharan & Thiyagarajan (2016) yang menemukan bahwa *corporate tax rate* memiliki pengaruh positif terhadap keputusan struktur modal perusahaan namun tidak signifikan. Berbeda dengan Graham et al. (2015), Giannetti (2003) & Desai et al. (2004) menemukan bahwa *corporate tax rate* berhubungan negatif dengan *leverage*. Berdasarkan teori dan penelitian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5: *Corporate tax rate* berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal perusahaan industri pengolahan di Indonesia.

3. Metode Penelitian

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdapat di sektor industri pengolahan dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2019. Penelitian ini dilakukan dengan tujuan menguji hubungan faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi yang dikaji terdiri dari *prime lending rate*, pertumbuhan PDB, tingkat inflasi, *exchange rate*, dan *corporate tax rate*. Untuk memastikan validitas hasil penelitian, variabel kontrol juga digunakan yang terdiri dari profitabilitas, ukuran, *tangibility*, *growth rate*, dan *dividend payout* perusahaan. Data-data faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi yaitu PDB, Inflasi, dan *exchange rate* diperoleh dari laporan

Badan Pusat Statistik, data *prime lending rate* diperoleh dari Laporan Suku Bunga Dasar Kredit OJK, dan untuk data perusahaan seperti *debt to equity ratio*, *corporate tax rate*, profitabilitas, ukuran, *tangibility*, *growth rate*, dan *dividend payout* perusahaan diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang didapatkan dari database Datastream dan Thomson Reuters Eikon. Terdapat 146 perusahaan industri pengolahan yang tersedia di database Datastream dan Thomson Reuters Eikon. Dari 146 perusahaan tersebut, peneliti melakukan sortir terhadap perusahaan yang memiliki data *total debt to total equity ratio*, *corporate tax rate*, profitabilitas, ukuran, *tangibility*, *growth rate*, dan *dividend payout* perusahaan yang lengkap selama periode 2015-2019 sehingga tersisa 45 perusahaan dalam penelitian ini. Untuk teknik analisa yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode analisa regresi yang didapatkan dari data yang dikumpulkan dan diolah menggunakan software Stata 16. Berikut adalah rangkuman penjelasan setiap variabel dan model penelitian:

Tabel 1. Rangkuman Penjelasan Variabel

Variabel	Kode	Keterangan
Variabel Dependen		
Struktur Modal	DER	Rasio utang terhadap ekuitas
Variabel Independen		
<i>Prime Lending Rate</i>	PLR	Rata-rata <i>prime lending rate</i> yang ditetapkan oleh 84 bank umum yang terdapat di Indonesia dalam periode 1 tahun
Pertumbuhan PDB	PDB	Perubahan PDB dari satu periode ke periode berikutnya
Tingkat Inflasi	INF	Tingkat inflasi tahunan dari pertumbuhan indeks harga konsumen (CPI)
<i>Exchange Rate</i>	ER	Kurs tengah (rata-rata) mata uang US Dollar Terhadap Rupiah di Bank Indonesia
<i>Corporate Tax Rate</i>	TAX	Persentase perusahaan dikenakan pajak atas laba operasi selama periode pajak tertentu
Variabel Kontrol		
Profitabilitas	ROA	Rasio laba bersih terhadap nilai aset secara keseluruhan
Ukuran	TA	Ln dari total asset perusahaan
<i>Tangibility</i>	TAN	Proporsi dari <i>tangible asset</i> terhadap total asset perusahaan
<i>Growth Rate</i>	GRO	Perubahan <i>sales</i> atau <i>revenue</i> dari satu periode ke periode berikutnya
<i>Dividend Payout Ratio</i>	DIV	Rasio <i>dividend per share</i> terhadap <i>earnings per share</i>

3.1. Model Penelitian

Penelitian ini dilakukan dalam rangka menganalisis hubungan faktor-faktor spesifik negara pada indikator

makroekonomi terhadap keputusan struktur modal perusahaan industri pengolahan di Indonesia pada periode 2015 hingga 2019. Penelitian ini memiliki 1 variabel dependen yaitu struktur modal dan 5 variabel independen yaitu *prime lending rate*, pertumbuhan PDB, tingkat inflasi, *exchange rate*, dan *corporate tax rate*. Kemudian variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, ukuran, *tangibility*, *growth rate*, dan *dividend payout*. Berikut merupakan model yang digunakan dalam penelitian:

$$\begin{aligned}
 DER = & \beta_0 + \beta_1 PLR_{i,t} + \beta_2 PDB_{i,t} \\
 & + \beta_3 INF_{i,t} + \beta_4 ER_{i,t} \\
 & + \beta_5 TAX_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_7 TA_{i,t} + \beta_8 TAN_{i,t} \\
 & + \beta_9 GRO_{i,t} + \beta_{10} DIV_{i,t} \\
 & + \varepsilon
 \end{aligned}$$

DER digunakan sebagai ukuran *financial leverage* dari variabel struktur modal yang merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. Kemudian variabel independen yaitu *prime lending rate* diukur dengan rata-rata *prime lending rate* yang ditetapkan oleh 84 bank umum yang terdapat di Indonesia dalam periode 1 tahun, pertumbuhan PDB diukur dengan perubahan PDB dari satu periode ke periode berikutnya, tingkat inflasi diukur dengan pertumbuhan indeks harga konsumen (CPI) dari satu periode ke periode berikutnya, *exchange rate* diukur dengan rata-rata mata uang US Dollar Terhadap Rupiah di Bank Indonesia, dan *corporate tax rate* diukur dengan persentase perusahaan dikenakan pajak atas laba operasi selama periode pajak tertentu. Variabel-variabel tersebut digunakan sebagai faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi yang diuji dalam pengaruhnya terhadap keputusan struktur modal perusahaan industri pengolahan di Indonesia.

4. Results and Discussion

4.1. Analisis Korelasi

Tabel 2. Uji Pearson Correlation Coefficient

	DER	PLR	PDB	INF	ER	TAX	ROA	TA	TAN	GRO	DIV
DER	1,0000										
PLR	0,0615	1,0000									
PDB	-0,0627	-0,5579	1,0000								
INF	0,0096	0,4862	-0,0760	1,0000							
ER	-0,0092	-0,2032	0,4914	-0,2356	1,0000						
TAX	0,3698	-0,0166	-0,1030	-0,0555	0,0332	1,0000					
ROA	-0,2745	0,0285	0,0553	0,0042	0,0361	-0,2490	1,0000				
TA	0,1802	-0,0866	0,0637	-0,0451	0,0475	0,0473	0,0527	1,0000			
TAN	-0,8243	-0,0781	0,0516	-0,0308	0,0031	-0,2962	0,0727	-0,2584	1,0000		
GRO	-0,0486	0,0763	-0,0379	0,0336	-0,0076	-0,1485	0,0965	-0,1241	0,0237	1,0000	
DIV	-0,2640	-0,0494	0,0991	0,0037	0,0457	-0,1246	0,4689	0,3540	0,1836	-0,0841	1,0000

Sumber: Olahan peneliti

Pengujian korelasi antar variabel dilakukan untuk melihat seberapa kuat hubungan antar variabel yang ada dalam model penelitian ini dan dapat digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinearitas. Hasil korelasi lebih dari 0,8 menunjukkan adanya

multikolinearitas dalam model (Gujarati, 2004). Berdasarkan hasil pengujian di atas, tidak ditemukan hasil koefisien korelasi yang bernilai lebih dari 0,8. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada masalah multikolinearitas dalam model penelitian

4.2. Metode Regresi Panel

Tabel 3. Rangkuman Hasil Uji Pemilihan Teknik Estimasi

Uji	Prob > 0,05	Kesimpulan
<i>Chow Test</i>	0,0000	<i>Fixed Effect Model</i>
<i>Hausman Test</i>	0,5490	<i>Random Effect Model</i>
<i>Breusch Pagan Lagrange Multiplier Test</i>	0,0000	<i>Random Effect Model</i>

Sebelum melakukan analisis regresi data panel, langkah terlebih dahulu yang harus dilakukan adalah menentukan teknik estimasi. Umumnya terdapat 3 jenis teknik estimasi dalam regresi data panel yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Dalam menentukan teknik estimasi mana yang terbaik untuk menguji suatu model perlu dilakukan 3 test berbeda yaitu *Chow Test*, *Breusch Pagan Lagrange Multiplier Test*, dan *Hausman Test*. Berdasarkan rangkuman hasil uji pemilihan teknik estimasi, maka penelitian ini

menggunakan metode *random effect model* sebagai model regresi yang paling tepat dalam penelitian ini.

Random Effect Model yang mengimplementasi pendekatan *Generalized Least Squares* (GLS) yang merupakan wujud OLS yang sudah mengalami transformasi variabel sehingga estimator dapat memenuhi kualifikasi BLUE ditengah heteroskedastisitas (Gujarati, 2004). Mengimplementasi teori tersebut, maka model penelitian ini memenuhi kualifikasi BLUE.

4.3. Hasil Regresi

Tabel 4. Hasil Uji Regresi: *Random Effect Model*

DER	Coef.	Std. Err.	z	P> t	[95% Conf. Interval]	
PLR	0,6316221	2,335689	0,27	0,787	-3,946245	5,209489
PDB	-3,214614	10,92575	-0,29	0,769	-24,62869	18,19946
INF	-2,795354	2,888924	-0,97	0,333	-8,457542	2,866833
ER	-4,40e-06	0,0000234	-0,19	0,851	-0,0000503	0,0000415
TAX	0,0857915	0,0861577	1,00	0,319	-0,0830745	0,2546575
ROA	-0,6796199	0,1120685	-6,06	0,000***	-0,8992701	-0,4599697
TA	0,0103	0,0225621	0,46	0,648	-0,0339209	0,0545209
TAN	-2,247779	0,1334562	-16,84	0,000***	-2,509349	-1,98621
GRO	-0,0436057	0,0245521	-1,78	0,076*	-0,091727	0,0045156
DIV	-0,0050794	0,0622755	-0,08	0,935	-0,1271372	0,1169785
_cons	1,823164	0,8151502	2,24	0,025	0,2254993	3,420829
Obs.				225		
R-sq				0,6151		
Prob > chi2				0,0000		

Keterangan: *, **, *** menunjukkan uji pada tingkat signifikansi 10%, 5%, dan 1%

Sumber: Olahan peneliti

Berdasarkan regresi yang dilakukan untuk melihat pengaruh variabel bebas terhadap variabel dependen dalam model, yaitu *capital structure* yang diukur dengan DER, setiap variabel faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi yaitu *prime lending rate*, pertumbuhan PDB, tingkat inflasi, *exchange rate*, dan *corporate tax rate* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan sektor industri pengolahan di Indonesia kemudian faktor-faktor spesifik perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini sebagai variabel kontrol yaitu profitabilitas, *tangibility*, dan *growth rate* perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan struktur modal sedangkan ukuran perusahaan, dan *dividend payout ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan sektor industri pengolahan di Indonesia periode 2015-2019.

Prime lending rate memiliki pengaruh yang positif tidak signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Pengaruh positif ini diduga dikarenakan perusahaan enggan untuk meminjam uang walaupun suku bunga

rendah karena perusahaan tidak memiliki target yang tinggi terhadap penjualan/*profit* mereka sehingga perusahaan tidak mengambil risiko dari meminjam uang (Karpavičius & Yu, 2017). Pertumbuhan PDB memiliki pengaruh yang negatif tidak signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Pengaruh negatif ini dapat didukung dengan asumsi bahwa pertumbuhan PDB yang lebih tinggi dapat merepresentasikan peningkatan pertumbuhan bagi perusahaan dan mendorong peningkatan laba ditahan. Hal ini diduga sesuai dengan teori *pecking order* yang mendahulukan pendanaan dengan menggunakan laba ditahan daripada utang dalam keputusan struktur modal (Gajurel, 2006; Bokpin, 2009).

Tingkat inflasi memiliki pengaruh yang negatif tidak signifikan terhadap keputusan struktur modal. Hal ini serupa dengan penelitian dari Daskalakis, Balios, & Dalla (2017) yang menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh yang negatif tidak signifikan terhadap struktur modal saat kondisi perekonomian sedang stabil atau tidak mengalami krisis. Pengaruh negatif ini dapat didukung oleh asumsi bahwa pada saat inflasi tinggi, maka *return* yang dihasilkan dari saham akan

lebih tinggi daripada obligasi (Schall, 1984), selain itu pada periode inflasi tinggi, volatilitas pendapatan meningkat, sehingga meningkatkan risiko bisnis yang mengakibatkan perusahaan cenderung menerbitkan ekuitas daripada menggunakan utang untuk menghindari risiko bisnis tersebut (Hatzinikolaou, Katsimbris, & Noulas, 2002). *Corporate tax rate* memiliki pengaruh yang positif tidak signifikan terhadap keputusan struktur modal. Pengaruh positif ini diduga dikarenakan adanya pengurangan biaya keuangan dari penghasilan kena pajak yang menurunkan biaya efektif utang. Dengan demikian, keuntungan dari pembiayaan utang meningkat seiring dengan kenaikan tarif pajak (Brigham & Houston, 2007).

Exchange rate memiliki pengaruh yang negatif tidak signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Pengaruh negatif ini diduga karena jika *exchange rate* meningkat (rupiah melemah terhadap mata uang lain), maka perusahaan seharusnya menurunkan rasio utang mereka dalam mata uang tersebut sehingga pengaruh negatif ini sejalan dengan teori *pecking order* (Caglayan & Demir, 2014). Pengaruh yang tidak signifikan ini diduga disebabkan karena terdapat perbedaan proporsi sampel yang digunakan karena setiap perusahaan tidak memiliki proporsi *foreign-debt* yang sama dimana ada perusahaan yang memiliki utang yang besar di luar negeri dan ada yang tidak (Bartov & Bodnar, 1994). Selain itu mayoritas perusahaan yang memiliki utang luar negeri dan aktivitas ekspor-impor melakukan kewajiban *hedging* yang dapat melindungi perusahaan dari risiko-risiko yang diakibatkan oleh fluktuasi rupiah (Allayannis & Ofek, 2001).

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis pembahasan tersebut, maka saran yang dapat diberikan adalah kepada perusahaan sektor industri pengolahan

yang diharapkan dapat mencermati perbedaan karakteristik negara dalam pengambilan keputusan struktur modal karena pengaruh faktor-faktor negara bagi satu negara ke negara lain itu berbeda. Karena faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi dalam penelitian ini tidak ditemukan adanya pengaruh signifikan sedangkan tiga faktor spesifik perusahaan yaitu profitabilitas, *tangibility*, dan *growth rate* signifikan, maka perusahaan dapat lebih berfokus pada faktor-faktor dalam perusahaan dibanding faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan oleh investor untuk mempertimbangkan investasi mereka yang didasari struktur modal perusahaan dan investor dapat berfokus terhadap determinan yang lebih berpengaruh terhadap struktur modal yaitu faktor-faktor spesifik perusahaan yaitu profitabilitas, *tangibility*, dan *growth rate* dibandingkan faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi. Kepada regulator, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam penyusunan kebijakan terkait dengan pengaruhnya terhadap keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan sektor industri pengolahan yang memiliki pengaruh besar terhadap perekonomian nasional sehingga kebijakan yang dibuat dapat mendukung perkembangan perusahaan-perusahaan khususnya sektor industri pengolahan di Indonesia

Kemudian untuk peneliti selanjutnya, hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai referensi peneliti selanjutnya, khususnya untuk penelitian yang akan dilakukan secara spesifik terhadap struktur modal dan faktor-faktor spesifik negara atau faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi. Peneliti menyarankan untuk memperbesar jumlah sampel. Hal ini dapat dilakukan dengan

beberapa cara, yaitu dengan menambah perusahaan yang tidak terfokus pada satu industri saja, memastikan ketersediaan sampel, memperpanjang periode observasi, atau juga memperluas *scope* dari sampel dengan menggunakan sampel negara lain sehingga dapat memenuhi keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini. Selain itu cakupan dari faktor-faktor spesifik negara juga dapat diperbesar dengan menambah variabel seperti *stock market capitalization*, *bond market capitalization*, *culture* dan *financial system* yang dianut suatu negara.

5. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen yaitu faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi terhadap variabel dependen yaitu keputusan struktur modal dengan sampel sebanyak 45 perusahaan sektor industri pengolahan di Indonesia pada tahun 2015-2019. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data panel, dengan menggunakan teknik estimasi *random effect*. Berdasarkan rumusan masalah yang ditetapkan, hasil temuan empiris mengenai pengaruh faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi terhadap keputusan struktur modal perusahaan sektor industri pengolahan di Indonesia selama periode 2015 hingga 2019 adalah bahwa keputusan struktur modal tidak dipengaruhi oleh faktor-faktor spesifik negara pada indikator makroekonomi dalam hal ini yaitu *prime lending rate*, pertumbuhan PDB, tingkat inflasi, *exchange rate* dan *corporate tax rate*.

Walaupun demikian, faktor-faktor spesifik perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini sebagai variabel kontrol yaitu profitabilitas, *tangibility*, dan *growth rate* perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan struktur modal sedangkan ukuran

perusahaan, dan *dividend payout ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan sektor industri pengolahan di Indonesia periode 2015-2019. Seperti yang sudah disebutkan sebelumnya oleh Antoniou et al. (2008) bahwa hasil yang berkaitan dengan faktor-faktor spesifik negara tidak dapat digeneralisasikan ke negara lain yang memiliki perbedaan karakteristik seperti tradisi hukum dan kelembagaan yang berbeda. Sehingga hasil penelitian-penelitian terdahulu yang dikaitkan dengan pengaruh faktor-faktor spesifik negara terhadap keputusan struktur modal tidak dapat digeneralisasikan untuk kondisi Indonesia dan sebaliknya hasil penelitian ini juga tidak dapat digeneralisasikan untuk negara lain.

5.1. Implikasi Manajerial

Penelitian ini ditujukan bagi perusahaan terutama perusahaan sektor industri pengolahan sebagai gambaran keputusan struktur modal yang diambil oleh perusahaan-perusahaan yang bergerak di industri yang sama sehingga perusahaan dapat melakukan studi perbandingan dalam melihat posisi perusahaan secara strategik dan menyusun strategi yang lebih kompetitif untuk dikembangkan lebih lanjut. Hasil penelitian ini juga dapat digunakan oleh investor untuk mempertimbangkan investasi mereka yang didasari struktur modal perusahaan sehingga mereka senantiasa mengamati perkembangan dari faktor-faktor spesifik negara terutama pada indikator makroekonomi maupun perusahaan dalam menentukan lokasi investasi yang tepat karena kesalahan dalam menentukan keputusan struktur modal perusahaan dapat mempengaruhi keberlangsungan perusahaan. Setiap investor memiliki karakteristik yang berbeda-beda sehingga investor dapat menggunakan hasil ini untuk menilai perusahaan dan

kesesuaiannya terhadap karakteristik investor seperti untuk *capital preservation*, jika investor mengharapkan pengembalian yang lebih rendah maka investor perlu menempatkan alokasi yang lebih besar pada aset yang kurang berisiko begitu juga sebaliknya (Akbar, 2018). Kepada regulator, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam penyusunan kebijakan terkait

dengan pengaruhnya terhadap keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan sektor industri pengolahan yang memiliki pengaruh besar terhadap perekonomian nasional sehingga kebijakan yang dibuat dapat mendukung perkembangan perusahaan-perusahaan khususnya sektor industri pengolahan di Indonesia.

REFERENCES

- Akbar, R. (2018). The Optimal Allocation for Capital Preservation: an Evidence Australian Portfolio. *DeReMa (Development Research of Management): Jurnal Manajemen*, 13(1), 1. <https://doi.org/10.19166/derema.v13i1.605>
- Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20(2). [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(00\)00050-4](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(00)00050-4)
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. N. (2005). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.302833>
- Badan Pusat Statistik. (2020). Inflasi. Retrieved from <https://www.bps.go.id/subject/3/inflasi.html>
- Badan Pusat Statistik. (2020). Produk Domestik Bruto (Lapangan Usaha). Retrieved from <https://www.bps.go.id/subject/11/produk-domestik-bruto--lapangan-usaha-.html>
- Badan Pusat Statistik. (2020). Kurs Tengah Beberapa Mata Uang Asing Terhadap Rupiah di Bank Indonesia dan Harga Emas di Jakarta (rupiah), 2000–2019. Retrieved from <https://www.bps.go.id/linkTableDinamis/view/id/952>
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Why do european firms issue convertible debt? *European Financial Management*. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00253.x>
- Bartov, E., & Bodnar, G. M. (1994). Firm Valuation, Earnings Expectations, and the Exchange-Rate Exposure Effect. *The Journal of Finance*, 49(5). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04780.x>
- Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). Determinants of Capital Structure in Developing Countries. *Business*.
- Bokpin, A. G. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms. *Studies in Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1108/10867370910963055>

- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). Fundamentals of financial management (Dasar-dasar Manajemen Keuangan). *Engineering and Process Economics*, 3.
- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiagarajan, S. (2016). Role of country-specific factors on capital structure decision—evidence from Sri Lankan listed firms. *Global Business Review*. <https://doi.org/10.1177/0972150916630454>
- Caglayan, M., & Demir, F. (2014). Firm Productivity, Exchange Rate Movements, Sources of Finance, and Export Orientation. *World Development*, 54. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2013.08.012>
- Daskalakis, N., Balios, D., & Dalla, V. (2017). The behaviour of SMEs' capital structure determinants in different macroeconomic states. *Journal of Corporate Finance*, 46. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.005>
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets, and firm debt maturity*. *Journal of Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00039-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00039-2)
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines, J. R. (2004). A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets. *Journal Of Finance*, 59(6), 2451-2487.
- Dias Basto, D., Nakamura, W. T., & Basso, L. C. (2011). Determinants of Capital Structure of Publicly-Traded Companies in Latin America: The Role of Institutional and Macroeconomics Factors. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1365987>
- Dincergok, B. and K. Yalciner (2011) Capital Structure Decisions of Manufacturing Firms' in Developing Countries. *Middle Eastern Finance and Economics* 86–100.
- Drobetz and Fix. (2003). What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland. *WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 4/03*, 4(3).
- Faccio, M., & Xu, J. (2015). Taxes and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3). <https://doi.org/10.1017/S0022109015000174>
- Fanelli, J. M. and S. Keifman (2002): Finance and changing trade patterns in developing countries, in J. M. Fanelli and R. Medhora (eds.). *Finance and Competitiveness in Developing Countries*, London, Routledge.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1). <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Gajurel, D. P. (2011). Macroeconomic Influences on Corporate Capital Structure. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.899049>

- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11(1). <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x>
- Giannetti, M. (2003). Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1). <https://doi.org/10.2307/4126769>
- Goyal, V. K., & Packer, F. (2017). Capital structure in emerging Asia (HKUST IEMS Working Paper Series 2017-48). *HKUST Institute for Emerging Market Studies*
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt?. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Graham, J. R., Hanlon, M., Shevlin, T., & Shroff, N. (2014). Incentives for Tax Planning and Avoidance: Evidence from the field. *Accounting Review*, 89(3). <https://doi.org/10.2308/accr-50678>
- Grossman, S. J. and Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*, McCall, J.J. (ed.), University of Chicago Press.
- Gujarati, D. N. (2004). Basic Econometrics 4th Edition. Tata McGraw-Hill.
- Hanousek, J., & Shamshur, A. (2011). A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy?. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1360–1376. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.004>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hatzinikolaou, D., Katsimbris, G. M., & Noulas, A. G. (2002). Inflation uncertainty and capital structure. Evidence from a pooled sample of the Dow-Jones industrial firms. *International Review of Economics and Finance*, 11(1). [https://doi.org/10.1016/S1059-0560\(01\)00085-5](https://doi.org/10.1016/S1059-0560(01)00085-5)
- Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1986). Corporate Finance and Taxes: A Review. Financial
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers *Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers. American Economic Review*, 76(2). <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jõeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 41(1). <https://doi.org/10.1016/j.jce.2012.05.001>
- Karpavičius, S., & Yu, F. (2017). The impact of interest rates on firms' financing policies. *Journal of Corporate Finance*, 45. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.007>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>

- Kumar, S., Colombage, S. and Rao, P. (2017), "Research on capital structure determinants: a review and future directions". *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2). <https://doi.org/10.1023/A:1008010724051>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *Journal of Craniomandibular Disorders: Facial & Oral Pain*.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3). <https://doi.org/10.2307/1809167>
- Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897>
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Naudé W., Szirmai, A. The importance of manufacturing in economic development: Past, present and future perspectives. UNU-MERIT
- Working Papers , 2012-041, 2012. Otoritas Jasa Keuangan. (2020). *Prime Lending Rate*. Retrieved from <https://www.ojk.go.id/en/kanal/perbankan/Pages/Suku-Bunga-Dasar-Kredit.aspx>
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1–2). <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- Öztekin, Ö. (2015). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3). <https://doi.org/10.1017/S0022109014000660>
- Schall, L. D. (1984). Taxes, Inflation and Corporate Financial Policy. *The Journal of Finance*, 39(1). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03863.x>
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1). [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Vo, X. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105–113. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>