

PENGARUH KETIDAKPASTIAN EKONOMI TERHADAP HUTANG PERUSAHAAN DI INDONESIA

Willy Djulianto¹⁾, Vina C Nugroho²⁾
^{1, 2)} Universitas Pelita Harapan
wd80098@student.uph.edu
vina.nugroho@uph.edu

ABSTRAK

Ketidakpastian ekonomi dalam suatu negara menjadi salah satu faktor yang berpengaruh dalam pengambilan keputusan pendanaan utang pada perusahaan. Tingkat ketidakpastian ekonomi yang tinggi bisa menurunkan tingkat utang perusahaan. Namun, bisa juga meningkatkan tingkat utang perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh ketidakpastian ekonomi terhadap tingkat hutang perusahaan di Indonesia. Di dalam penelitian ini menggunakan 250 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai dari periode 2012Q1-2020Q4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian ekonomi berpengaruh negatif terhadap *market leverage* dan *book leverage* perusahaan. Selain itu perusahaan di Indonesia cenderung memilih untuk mengurangi pendanaan utang mereka pada saat ketidakpastian terjadi.

Kata Kunci: Ketidakpastian ekonomi, pengaruh pasar, pengaruh buku

ABSTRACT

Economic uncertainty in one country is one of the factors that influence the decision making of debt financing in companies. A high level economic uncertainty can reduce the company's debt level. However, it can also increase the company's debt level. This study aims to examine the effect of economic uncertainty on the level of corporate debt in Indonesia. In this study using 250 companies listed on the Indonesia Stock Exchange starting from the period 2012Q1-2020Q4. The results of the study indicate that economic uncertainty has a negative effect on the market leverage and book leverage of the company. In addition, companies in Indonesia tend to choose to reduce their debt funding when economic uncertainty occurs.

Keywords: Economic uncertainty, market leverage, book leverage

1. LATAR BELAKANG

Sejak terjadinya krisis keuangan global pada tahun 2008, kekhawatiran terhadap ketidakpastian telah meningkat di seluruh dunia. Sebagai contoh, berdasarkan laporan dari negara anggota IMF, ketidakpastian telah menjadi faktor utama yang menyebabkan kinerja ekonomi di berbagai negara menjadi melemah (Ahir *et al.*, 2018). Ketidakpastian sangat sulit untuk diukur karena secara intrinsik ketidakpastian merupakan konsep yang tidak dapat diamati. Hal ini dapat digambarkan sebagai ketidakpastian yang ada di benak konsumen, manajer, dan pembuat kebijakan mengenai kemungkinan yang akan terjadi dimasa depan. Sehingga tidak mengherankan jika tidak ada pengukuran

yang sempurna terhadap ketidakpastian (Bloom, 2016).

Ketidakpastian yang dialami perusahaan umumnya berkaitan pada pajak, peraturan serta kebijakan fiskal maupun moneter (Schwarz & Dalmácio, 2020). Sejak terjadinya krisis keuangan global, kekhawatiran tentang policy uncertainty semakin meningkat. Sehingga secara khusus ketidakpastian memiliki keterkaitan pada perubahan kebijakan pemerintah dan efek dari policy uncertainty juga sangat relevan, seperti banyaknya ketidakpastian mengenai bagaimana pemerintah akan membentuk kebijakan yang dapat meningkatkan lambatnya investasi dalam jangka pendek dan merencanakan kebijakan ekonomi untuk jangka panjang. Dikatakan juga bahwa ketidakpastian dapat

menyebabkan pemulihan ekonomi menjadi terhambat (Julio & Yook, 2012). Hubungan antara *policy uncertainty* dan hutang perusahaan masih belum mendapatkan kepastian yang jelas. Di satu sisi *policy uncertainty* dapat memicu terjadinya asimetri informasi pada peminjam dan kreditor serta dapat meningkatkan kemungkinan terjadinya risiko gagal bayar. Jika berdasarkan pada teori *trade-off* klasik, maka pembiayaan utang menjadi kurang diminati dan perusahaan umumnya akan menurunkan rasio hutang mereka (Zhang *et al.*, 2015) berdasarkan pernyataan tersebut maka *policy uncertainty* memiliki hubungan yang negatif terhadap hutang perusahaan. Di sisi lain *policy uncertainty* dapat menyebabkan premi risiko ekuitas menjadi lebih tinggi, sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan pembiayaan ekuitas. Berdasarkan pernyataan tersebut maka *policy uncertainty* memiliki hubungan yang positif terhadap hutang perusahaan (Pástor & Veronesi, 2013; Schwarz & Dalmácio, 2020). Sehingga penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh pengaruh ketidakpastian ekonomi terhadap hutang perusahaan di Indonesia

2. TINJAUAN LITERATUR

Ketidakpastian dinilai sulit untuk diukur, karena secara konsep ketidakpastian sulit untuk diamati dan mencerminkan kemungkinan yang akan terjadi berdasarkan pada keputusan konsumen, manajer, dan para pembuat kebijakan. Ketidakpastian juga memiliki konsep yang luas karena mencerminkan fenomena yang dapat terjadi pada lingkungan makro seperti pertumbuhan *gross domestic product*, dan fenomena mikro seperti pertumbuhan perusahaan (Bloom, 2016). Untuk mengatasi kesenjangan tersebut maka dibentuklah sebuah indeks yang berfungsi untuk

mengukur ketidakpastian pada sebuah negara, yaitu *world uncertainty index* (WUI) yang diterapkan pada 143 negara dan telah berlaku sejak kuartal pertama di tahun 1996.

Ketidakpastian memiliki tingkat yang lebih tinggi pada negara berkembang dan terlihat jelas pada saat resesi, ada beberapa faktor lain seperti serangan teroris, perang dan guncangan pada harga minyak dunia yang dapat menyebabkan tingkat ketidakpastian menjadi meningkat (Gulen & Ion, 2016). Jika resesi memiliki keterkaitan pada berita buruk tersebut maka dapat dipastikan tingkat ketidakpastian tersebut akan meningkat, berlaku juga sebaliknya hampir semua peristiwa yang menyebabkan tingkat ketidakpastian meningkat dapat dikatakan sebagai berita buruk. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dampak dari berita buruk dan tingkat ketidakpastian memiliki hubungan yang erat (Bloom, 2016). Penjelasan lain mengenai ketidakpastian yang meningkat selama resesi dapat dikatakan juga bahwa resesi yang menyebabkan tingkat ketidakpastian meningkat. Artinya resesi bukan hanya dipengaruhi oleh keterkaitan antara berita buruk dan ketidakpastian, tetapi resesi juga dapat terjadi jika pertumbuhan melambat sehingga ketidakpastian akan meningkat secara endogen. Misalnya pertumbuhan ekonomi yang baik dapat membantu para pelaku ekonomi untuk mengumpulkan informasi yang berguna dalam memprediksi masa depan. Pada saat ekonomi sedang baik, maka perusahaan akan aktif dalam kegiatan perdagangannya serta dapat membantu dalam mengumpulkan dan membagikan informasi yang bermanfaat. Jika pertumbuhan ekonomi sedang buruk maka banyak aktivitas-aktivitas dari perusahaan yang menjadi tidak aktif dan pengumpulan informasi baru menjadi berkurang sehingga tingkat

ketidakpastian akan meningkat (Fajgelbaum *et al.*, 2017; Van Nieuwerburgh & Veldkamp, 2006).

2.1 Ketidakpastian Ekonomi

Kekhawatiran mengenai *policy uncertainty* semakin meningkat, hal tersebut juga didukung dengan adanya kebijakan ekonomi yang tidak pasti setelah krisis keuangan global terjadi. Kondisi ekonomi makro akan menghasilkan respon yang negatif terhadap guncangan ketidakpastian karena memiliki efek yang negatif terhadap pertumbuhan jangka panjang (Bansal & Yaron, 2004). Ketidakpastian Ekonomi yang tinggi sangat berkaitan dengan efek buruk yang bisa terjadi pada semua aspek sistem ekonomi suatu negara, ketidakpastian yang tinggi cenderung menghambat banyak keputusan keuangan baik ditingkat individu maupun perusahaan. Umumnya, ketidakpastian ekonomi membahayakan penanaman modal di seluruh dunia karena adanya risiko yang tinggi akibat dari kebijakan dan tren pasar yang tidak dapat diprediksi pada sektor keuangan (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019).

Untuk mengetahui dampak dari ketidakpastian ekonomi, maka dikembangkanlah indeks *economic policy uncertainty*. Dalam mengevaluasi indeks *economic policy uncertainty* digunakan beberapa cara untuk mengukur tingkat akurasi, bias, dan konsisten dari indeks tersebut yaitu dengan menampilkan hubungan yang kuat antara ukuran *economic policy uncertainty* dengan ukuran ketidakpastian ekonomi lainnya serta membandingkan indeks tersebut dengan indeks pengukuran kebijakan lainnya. Indeks ini juga memiliki validasi pada penggunaan pasar, sehingga dapat menyediakan indeks yang dapat memenuhi permintaan dari perusahaan, bank, dan pembuat kebijakan karena memiliki informasi yang dapat membantu

dalam mengambil keputusan (Baker *et al.*, 2016).

2.2 Ketidakpastian Ekonomi dan Hutang Perusahaan

Dapat dikatakan bahwa *policy uncertainty* berkaitan terhadap hutang perusahaan dan analisis lebih lanjut menunjukkan bahwa *policy uncertainty* mempengaruhi *book leverage* dan *market leverage* setidaknya dua hingga tiga kuartal ke depan. Tetapi secara umum ketidakpastian ekonomi tidak dapat menjelaskan pengaruhnya terhadap hutang perusahaan (Schwarz & Dalmácio, 2020). Ketika terjadinya ketidakpastian ekonomi, sebagian besar perusahaan memutuskan untuk menurunkan tingkat pinjaman mereka, meskipun ada juga perusahaan yang tidak menurunkan tingkat pinjaman mereka karena memiliki beberapa sumber alternatif pembiayaan (Makololo & Seetharam, 2020).

Policy uncertainty menduduki peringkat pertama sebagai hal yang harus diperhatikan ketika pengambilan keputusan pendanaan perusahaan. dan bagi perusahaan yang memiliki eksposur risiko politik serta akses ke pasar utang yang rendah, mereka tidak terlalu sensitif terhadap perubahan *policy uncertainty* pada saat menentukan struktur modal, dan akan memilih untuk memegang uang tunai dalam jumlah yang besar pada saat tingginya tingkat *policy uncertainty* (Cao *et al.*, 2013). Dikatakan bahwa hubungan antara ketidakpastian Ekonomi dan hutang perusahaan belum mendapatkan kepastian yang jelas. *Policy uncertainty* dapat memicu peningkatan pada asimetri informasi antara peminjam dan kreditur, serta terjadi peningkatan terhadap risiko gagal bayar. Berdasarkan pada teori *trade-off* klasik, maka pembiayaan utang menjadi kurang diminati dan perusahaan umumnya akan menurunkan rasio tingkat hutang mereka (Zhang *et al.*, 2015).

Berdasarkan pernyataan tersebut maka *policy uncertainty* memiliki hubungan yang negatif terhadap hutang perusahaan.

Di sisi lain *policy uncertainty* dapat menyebabkan premi risiko ekuitas menjadi lebih tinggi, sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan pembiayaan ekuitas. Berdasarkan pernyataan tersebut maka *policy uncertainty* memiliki hubungan yang positif terhadap hutang perusahaan (Pástor & Veronesi, 2013; Schwarz & Dalmácio, 2020). Selain itu ketika perusahaan ingin mengambil keputusan atas pendanaan mereka, ketidakpastian berada pada peringkat pertama sebagai faktor yang harus diperhatikan saat pengambilan keputusan (Cao *et al.*, 2013). Sehingga pada saat ketidakpastian ekonomi terjadi, ada sebagian perusahaan yang memutuskan untuk mengurangi tingkat pinjaman mereka (Makololo & Seetharam, 2020).

Berdasarkan analisis tersebut, maka peneliti merumuskan hipotesis pertama sebagai berikut:

H1: Ketidakpastian ekonomi memiliki pengaruh negatif pada hutang perusahaan di Indonesia.

Berdasarkan perspektif *time-series*, *policy uncertainty* dapat mempengaruhi tingkat investasi hingga delapan kuartal ke depan dengan efek negatif yang semakin kuat selama empat hingga lima kuartal pertama, setelah itu baru akan mulai melemah dan menjadi positif kembali secara perlahan di masa depan (Gulen & Ion, 2016). Tetapi secara umum ketidakpastian Ekonomi tidak dapat menjelaskan pengaruhnya terhadap hutang perusahaan (Schwarz & Dalmácio, 2020). Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah ketidakpastian ekonomi mempengaruhi hutang perusahaan di Indonesia selama dua hingga tiga kuartal

ke depan, sehingga merumuskan hipotesis kedua sebagai berikut:

H2: Ketidakpastian ekonomi memiliki pengaruh terhadap hutang perusahaan di Indonesia dua hingga tiga kuartal ke depan.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Data

Dalam penelitian ini, data yang digunakan menggunakan data indeks BBD (*Baker Bloom Davis*) untuk mengukur tingkat *economic policy uncertainty*. Indeks tersebut berfungsi untuk mengukur ketidakpastian ekonomi yang berkaitan dengan kebijakan. Terdapat tiga komponen yang mendasari indeks ini, komponen pertama adalah mengkuantifikasi surat kabar mengenai ketidakpastian ekonomi terkait kebijakan, komponen kedua menggambarkan jumlah ketentuan pada kode pajak federal yang akan berakhir di masa mendatang, dan komponen ketiga merupakan ketidaksepakatan antara peramal ekonomi dalam proxy ketidakpastian.

Peneliti menggunakan sampel perusahaan Indonesia. Data sampel perusahaan di Indonesia, menggunakan perusahaan yang telah terdaftar pada *Indonesia Stock Exchange (IDX)* dan mengecualikan perusahaan yang beroperasi pada industri keuangan. Data keuangan perusahaan diperoleh melalui S&P CAPITAL IQ dengan periode penelitian yang dimulai dari 2012Q1 hingga 2020Q4. Pada penelitian ini, peneliti mengeliminasi perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki data penelitian yang lengkap.

3.2 Model Empiris

Model empiris merupakan model regresi yang digunakan oleh peneliti untuk menguji hipotesis yang telah dibuat oleh peneliti, model empiris yang akan digunakan sebagai berikut:

$$\text{Book Leverage } i, t + 1 = \alpha + \beta \text{IEU}i, t + \lambda' \text{Firmi}, t + \delta' \text{Macro}i, t + \varepsilon i, t \quad (1)$$

$$\text{Market Leverage } i, t + = \alpha + \beta \text{IEU}i, t + \lambda' \text{Firmi}, t + \delta' \text{Macro}i, t + \varepsilon i, t \quad (2)$$

Table 3.1 Variabel Dependen dan Variabel Independen pada Penelitian

Variabel	Variabel Dependen	Variabel Independen
<i>Leverage:</i>		
<i>Market Leverage</i>	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Debt} + \text{Equity MarCap}}$	
<i>Book Leverage</i>	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Book Value of Assets}}$	
<i>EU</i>		Ketidakpastian ekonomi(EU) negara Indonesia secara <i>quarterly</i>
<i>Firm:</i>		
<i>Size</i>		Ln (Total Assets)
<i>Profitability</i>		$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Assets}}$
<i>Tangibility</i>		$\frac{\text{PPE}}{\text{Total Assets}}$
<i>Growth Opportunities</i>		$\frac{\text{MV of Equity} + \text{BV of Debt}}{\text{Total Assets}}$
<i>Macro:</i>		
<i>Consumer Price Index (CPI)</i>		<i>Consumer Price Index growth rate</i> (https://tradingeconomics.com/)
<i>Term Spread</i>		10 tahun – 1 tahun Indonesia <i>Treasury Bond Yield growth rate</i> (https://tradingeconomics.com/)

Agar dapat menganalisis tingkat ketidakpastian ekonomiterhadap leverage perusahaan di Indonesia, peneliti menggunakan model regresi tersebut.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Table 4.1 di bawah ini memberikan gambaran mengenai karakteristik sample data yang digunakan, dimana proporsi rata rata antara *book leverage* dan *market leverage* masih dikatakan seimbang. Sedangkan untuk table multikolinearitas dapat dilihat pada Lampiran.

Table 4.2 Hasil Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Bookleverage	9000	0.314	0.216	0	1.197
Marketleverage	9000	0.377	0.273	0	0.939
IEU	9000	0.139	0.159	0	0.877
Size	9000	15.158	1.619	5.726	19.72
Profitability	9000	0.025	0.026	-0.038	0.127
Tangibility	9000	0.370	0.241	0.003	0.906
Growthopportunities	9000	1.343	1.737	0.241	12.574
CPI	9000	0.010	0.009	-0.004	0.045
TermSpread	9000	-0.120	1.06	-5.806	1.173

Sumber: Hasil olah data (2021)

Table 4.8 Hasil Regresi Variabel Dependen (*Book leverage* dan *Market leverage*)

Variabel Dependen	Model 1	Model 2
	Bookleverage t+1	Marketleverage t+1
IEU	-.019** (.008)	-.041** (.018)
Size	.015** (.006)	.039** (.016)
Profitability	-.905* (.167)	-1.221*** (.22)
Tangibility	.12*** (.044)	.111*** (.037)
Growthopportunities	.023*** (.004)	-.027*** (.003)
CPI	-.064 (.233)	-.331 (.375)
TermSpread	.005*** (.001)	.01*** (.003)
_cons	.033 (.102)	-.178 (.25)
Observations	8999	8999
R ²	.0660	.1386
F	15.14	41.10

Variabel Bookleverage, Marketleverage, dan Growthopportunities diwinsorisasi pada level 1%
 *** p<0.01 (signifikan pada 1%), ** p<0.05 (signifikan pada 5%), * p<0.1 (signifikan pada 10%)

Sumber: Hasil olah data (2021)

Tabel 4.8. merupakan hasil dari regresi yang telah dilakukan oleh peneliti, pada kolom pertama merupakan hasil regresi dari model 1 (*Bookleverage*) dan kolom kedua merupakan hasil regresi dari model 2 (*Marketleverage*). Dari tabel tersebut menunjukkan bahwa variabel IEU (*Indonesia economic uncertainty*) menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap variabel *Bookleverage* dan *Marketleverage*. Pada model pertama IEU berpengaruh negatif signifikan terhadap *Bookleverage* perusahaan sebesar -0.019 dan pada model kedua IEU berpengaruh negatif signifikan terhadap *Marketleverage* perusahaan sebesar -0.041. Jadi, berdasarkan hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara IEU dengan leverage perusahaan di Indonesia. Oleh karena itu, Hipotesis 1 (Ketidakpastian Ekonomi memiliki pengaruh negatif pada hutang perusahaan di Indonesia) diterima.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih untuk mengambil keputusan yang memiliki tingkat risiko rendah yaitu memutuskan untuk mengurangi tingkat pinjaman mereka pada saat ketidakpastian ekonomi terjadi. Pada saat ketidakpastian ekonomi terjadi perusahaan cenderung mengurangi tingkat pinjaman yang mereka miliki. Hal ini bertujuan untuk menghindari risiko gagal bayar akibat asimetri informasi yang disebabkan oleh ketidakpastian ekonomi.

Variabel *Size* merupakan variabel yang menggambarkan ukuran dari perusahaan. Variabel ini memiliki hubungan yang positif signifikan terhadap hutang perusahaan. Dalam hal ini jika sebuah perusahaan memiliki jumlah aktiva yang besar maka perusahaan tersebut dapat dengan mudah masuk ke pasar modal serta bisa mendapatkan pinjaman dengan rasio

bunga yang tepat (Salehi & Manesh, 2012). Variabel *Profitability* merupakan variabel yang mencerminkan kemampuan sebuah perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Variabel ini memperoleh hasil negatif signifikan terhadap hutang perusahaan, sehingga bagi perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan tersebut cenderung memiliki laba ditahan dengan jumlah yang besar sehingga perusahaan tersebut dapat menekan tingkat penggunaan utang mereka (Dewi & Badjra, 2014).

Variabel *Tangibility* merupakan variabel penting dalam menentukan keputusan pendanaan perusahaan. Variabel ini mendapatkan hasil positif signifikan terhadap hutang perusahaan. Dengan demikian jika sebuah perusahaan memiliki aktiva tetap yang besar maka aktiva tetap tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan pada pihak kreditor pada saat melakukan pinjaman (Wati *et al.*, 2020).

Variabel *Growth opportunities* merupakan variabel yang menggambarkan peluang sebuah perusahaan untuk tumbuh di masa depan. Variabel ini memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *book leverage* sebesar 0.023 sedangkan berpengaruh negatif signifikan terhadap *market leverage* perusahaan sebesar 0.027. Adanya tingkat pertumbuhan yang berbeda-beda disetiap perusahaan mengakibatkan adanya perbedaan pada tingkat penggunaan utang mereka (Indasari & Yadhnyana, 2018). Bagi perusahaan yang diprediksi memiliki pertumbuhan yang tinggi di masa depan lebih memilih pendanaan saham untuk kegiatan operasional mereka, sedangkan bagi perusahaan yang memiliki peluang untuk tumbuh yang rendah lebih memilih untuk menggunakan utang jangka panjang untuk kegiatan operasional mereka (Hermuningsih, 2014).

Perusahaan dengan *Growth opportunities* yang tinggi umumnya memiliki hutang yang kecil, hal ini disebabkan karena jika sebuah perusahaan aktif dalam melakukan investasi, maka perusahaan tersebut akan memiliki *assets in place* serta *cash flow* dengan jumlah yang kecil. Dan di saat perusahaan memperoleh kesempatan untuk melakukan investasi dengan *net present value* yang positif, maka perusahaan memutuskan akan menggunakan utang untuk mengambil kesempatan tersebut. Tetapi penggunaan utang tersebut dapat menyebabkan konflik antara *shareholder*, sehingga untuk menghindari terjadinya konflik tersebut perusahaan memutuskan untuk menggunakan pendanaan internal dalam mengambil kesempatan tersebut sehingga memiliki jumlah utang yang kecil (Sari *et al.*, 2011). Maka diperlukan penelitian lebih lanjut apakah terdapat fenomena yang menyebabkan adanya pengaruh yang berbeda dari *growth opportunities* terhadap *book leverage* dan *market leverage* perusahaan karena berbeda dengan penelitian sebelumnya.

Berikutnya terdapat variabel makro yaitu variabel CPI dan variabel *Termspread*. Variabel CPI merupakan variabel yang menggambarkan perubahan rata-rata harga dari waktu ke waktu pada barang dan jasa yang digunakan oleh konsumen seperti bahan bakar dan makanan dan CPI sering kali digunakan sebagai alat untuk mengidentifikasi inflasi (Hendayana & Riyanti, 2020). Variabel ini memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan. Inflasi dapat menyebabkan terjadinya ketidakpastian, pada saat ketidakpastian terjadi perusahaan sulit untuk mengambil keputusan (<https://www.bi.go.id/id/default.aspx>), sehingga perusahaan cenderung untuk menghindari risiko dengan tidak melakukan pendanaan utang. Variabel selanjutnya adalah variabel *Termspread*

yang merupakan variabel yang bisa mewakili kondisi bisnis, karena memiliki nilai yang tinggi pada saat kondisi bisnis sedang lemah dan memiliki nilai yang rendah pada saat kondisi ekonomi kuat

(Hendra & Suk, 2015). Variabel ini memperoleh hasil positif terhadap leverage perusahaan, sehingga pada saat kondisi ekonomi sedang baik, perusahaan dapat menggunakan pendanaan utang.

Table 4.9 Hasil Regresi *Lagged effect* terhadap *book leverage* dan *market leverage*

Variabel Dependen	(1)	(2)	(1)	(2)
	BLev t+2	MLev t+2	BLev t+3	MLev t+3
IEU	-.007 (.012)	-.026 (.039)	.007 (.016)	.005 (.055)
Size	.01** (.005)	.03* (.015)	.011** (.004)	.026* (.014)
Profitability	-.828*** (.154)	-1.141*** (.291)	-.783*** (.179)	-.963** (.355)
Tangibility	.091** (.041)	.073* (.041)	.072** (.035)	.044 (.037)
GrowthOpp	.019*** (.004)	-.021*** (.004)	.013** (.004)	-.018*** (.005)
CPI	.006 (.256)	.127 (.677)	.396 (.259)	1.171 (.783)
TermSpread	.003*** (.001)	.007 (.004)	.002 (.001)	.005 (.004)
_cons	.123 (.083)	-.039 (.226)	.116 (.075)	.002 (.199)
Observations	8998	8998	8997	8997
R ²	.0479	.0938	.0345	.0690
F	9.37	12.03	19.04	18.55

Variabel BLev, MLev, GrowthOpp diwinsorisasi pada level 1%

*** p<0.01 (signifikan pada 1%), ** p<0.05 (signifikan pada 5%), * p<0.1 (signifikan pada 10%)

Sumber: Hasil olah data (2021)

Tabel 4.9. merupakan hasil regresi dari *lagged effect* ketidakpastian ekonomi terhadap hutang perusahaan. Regresi ini dilakukan untuk menjawab Hipotesis 2 (Pengaruh ketidakpastian ekonomi terhadap hutang perusahaan di Indonesia masih berlangsung hingga dua sampai dengan tiga kuartal ke depan). Untuk menjawab Hipotesis 2 tersebut, peneliti telah melakukan regresi pada model Booklev t+2, Marketlev t+2, Booklev t+3, Marketlev t+3. Hasil regresi pada tabel 4.9. menyatakan bahwa IEU berpengaruh negatif terhadap Booklev t+2 sebesar 0.007, berpengaruh negatif terhadap Marketlev t+2 sebesar 0.026, lalu berpengaruh positif terhadap Booklev t+3 sebesar 0.007, dan berpengaruh positif terhadap Marketlev t+3 sebesar 0.005.

Berdasarkan hasil regresi tersebut, dapat disimpulkan bahwa ketidakpastian ekonomidapat mempengaruhi book leverage dan market leverage perusahaan setidaknya hingga dua kuartal ke depan. Oleh karena itu, Hipotesis 2 (ketidakpastian ekonomi memiliki pengaruh terhadap hutang perusahaan di Indonesia dua hingga tiga kuartal ke depan) diterima. Sehingga penting bagi perusahaan untuk memperhatikan tingkat ketidakpastian ekonomi sebelum mengambil keputusan untuk melakukan pendanaan, karena ketidakpastian ekonomi dapat mempengaruhi hutang perusahaan hingga beberapa kuartal ke depan. Tingkat ketidakpastian ekonomi yang tinggi dapat menyebabkan berbagai dampak yang bersifat jangka panjang.

bahkan dapat mempengaruhi *book leverage* dan *market leverage* setidaknya dua hingga tiga kuartal ke depan (Schwarz & Dalmácio, 2020).

5. KESIMPULAN

Berdasarkan pada hasil penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa ketidakpastian Ekonomi berpengaruh negative signifikan terhadap hutang perusahaan di Indonesia. Sehingga, pada saat ketidakpastian ekonomi meningkat, perusahaan cenderung memilih untuk mengurangi tingkat pinjaman mereka sehingga dapat menghindari adanya risiko gagal bayar yang dapat disebabkan oleh asimetri informasi saat ketidakpastian ekonomiterjadi. Selain itu, pengaruh ketidakpastian ekonomi tersebut juga berlangsung hingga dua kuartal ke depan.

5.1 Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, yang bisa dilakukan untuk penelitian selanjutnya adalah dengan menambahkan variable lain yang diinteraksikan dengan variable ketidakpastian yang memiliki potensi untuk mengurangi dampak ketidakpastiaan terhadap tingkat hutang perusahaan.

5.2. Implikasi Manajerial

Ketidakpastian Ekonomi merupakan salah satu faktor yang penting pada saat menentukan keputusan untuk melakukan pendanaan utang pada perusahaan. Sehingga perusahaan-perusahaan yang berada di Indonesia wajib untuk memperhatikan kondisi ketidakpastian ekonomi sebelum melakukan pendanaan utang.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2018). The World Uncertainty Index. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3275033>
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *Journal of Economic Asymmetries*, 20. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00133>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4). <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bansal, R., & Yaron, A. (2004). Risks for the long run: A potential resolution of asset pricing puzzles. *Journal of Finance*, 59(4). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00670.x>
- Bloom, N. (2016). Fluctuations in uncertainty. *Voprosy Ekonomiki*, 2016(4). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2016-4-30-55>
- Cao, W., Duan, X., & Uysal, V. B. (2013). Does political uncertainty affect capital structure choices? *Journal of Chemical Information and Modeling*, 53(9), 1689–1699.
- Dewi, N., & Badjra, I. (2014). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Tangibility Assets, Ukuran Perusahaan dan Pajak Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 3(10).
- Fajgelbaum, P. D., Schaal, E., & Taschereau-Dumouchel, M. (2017). Uncertainty traps. *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1641–1692. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx021>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 29(3). <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Hendra, E., & Suk, K. S. (2015). Default Spread dan Term Spread sebagai Variabel Proxy Siklus Bisnis pada Model Fama-French. *Binus Business Review*, 6(2). <https://doi.org/10.21512/bbr.v6i2.977>
- Hermuningsih, S. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 16(2), 127–148. <https://doi.org/10.21098/bemp.v16i2.27>
- Indasari, A. P., & Yadnyana, I. K. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Likuiditas, dan Struktur Modal Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 2018(1). <https://doi.org/10.24843/EJA.2018.v22.i01.p27>
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *Journal of Finance*, 67(1). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Makololo, P., & Seetharam, Y. (2020). The effect of economic policy uncertainty and herding on leverage: An examination of the BRICS countries. *Cogent Economics and Finance*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1821482>

Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3). <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>

Salehi, M., & Manesh, N. B. (2012). A Study of the Roles of Firm and Country on Specific Determinates in Capital Structure: Iranian Evidence. *International Management Review*, 8(2), 51-62, 85.

Sari, I. P., & Januarti, I. (2011). Pengaruh Growth Opportunity Terhadap Leverage Dengan Debt Covenant Sebagai Variabel Moderating. *Seminar Nasional Ilmu Ekonomi Terapan, Unimus*, 67–76.

Schwarz, L. A. D., & Dalmácio, F. Z. (2020). The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: Evidence from Brazil. *Finance Research Letters*, 40, 101676. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101676>

Van Nieuwerburgh, S., & Veldkamp, L. (2006). Learning asymmetries in real business cycles. *Journal of Monetary Economics*, 53(4). <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.02.003>

Wati, M., Wijayanti, A., & Siddi, P. (2020). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Accounting Global Journal*, 4(1), 97- 113. <https://doi.org/10.24176/agj.v4i1.4318>

Zhang, G., Han, J., Pan, Z., & Huang, H. (2015). Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China. *Economic Systems*, 39(3). <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2015.06.003>

Lampiran 1

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) Bookleverage	1.000								
(2) Marketleverage	0.732	1.000							
(3) IEU	-0.026	-0.060	1.000						
(4) Size	0.073	0.070	-0.046	1.000					
(5) profitability	-0.190	-0.323	0.057	0.156	1.000				
(6) tangibility	0.232	0.159	-0.009	-0.009	0.049	1.000			
(7) GrowthOpp	-0.069	-0.397	0.029	-0.006	0.408	0.071	1.000		
(8) CPI	-0.018	-0.061	-0.071	-0.042	0.056	-0.017	0.039	1.000	
(9) TermSpread	0.028			0.050	-0.058		-0.045	28	1.000

Sumber: Hasil olah data (2021)