

APAKAH KONDISI PEREKONOMIAN MEMPENGARUHI KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN PADA INDEKS LQ45?

Syahfitri Suryaningsi Welkom

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Al-Azhar Indonesia

Email: syahfitri.suryaningsi@uai.ac.id

Intisari

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kondisi makroekonomi terhadap struktur modal perusahaan. Data yang digunakan adalah data sekunder dari 19 perusahaan nonkeuangan yang terdaftar pada Indeks LQ45 periode 2012-2021. Data yang digunakan adalah data sekunder yaitu berupa laporan keuangan perusahaan dan data makroekonomi tahun 2012-2021 yang diperoleh dari IDX (*Indonesia Stock Exchange*) dan *World Bank*. Variabel terikat yang digunakan adalah struktur modal perusahaan (*debt to equity ratio*) serta variabel bebasnya adalah *GDP growth* dan tingkat inflasi yang mewakili faktor makroekonomi. Model analisis yang digunakan adalah regresi data panel dinamis (*System-GMM/generalized method of moments*). Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kondisi makroekonomi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. *GDP growth* memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap struktur modal dan tingkat inflasi memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap struktur modal.

Kata Kunci: inflasi, *market timing*, pertumbuhan ekonomi, regresi data panel dinamis, struktur modal, *system-GMM*

Abstract

This research has a purpose to analyze the effect of macroeconomic conditions to the firm's capital structure. The firms studied are non-financial firms which have gone public and listed in LQ45 Index during 2012 to 2021, totalling 19 firms. The data used are secondary data such as firms' financial reports and macroeconomic data in 2012-2021 obtained from Indonesia Stock Exchange (IDX) and World Bank. The dependent variable is debt to equity ratio (DER) that represents the firm's capital structure. The independent variables are GDP growth (GDPgrw) and inflation rate (INF) that represent the factors of macroeconomic. The model of this research is a dynamic panel data regression (System-GMM/generalized method of moments). The results of this study show that macroeconomic conditions have significant effect on the firm's capital structure. The GDP growth has negative significant effect on the capital structure and inflation rate has positive significant effect on the capital structure.

Keywords: *capital structure, dynamic panel data regression, economic growth, inflation, market timing, system-GMM*

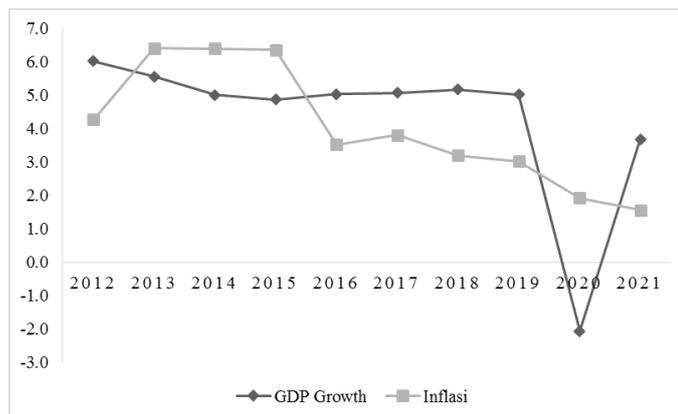
PENDAHULUAN

Struktur modal adalah campuran dari utang, saham preferen, dan ekuitas saham biasa yang digunakan untuk membiayai aset-aset perusahaan (Brigham & Houston, 2019, p. 476). Sheikh & Wang (2011) menjelaskan bahwa keputusan mengenai struktur modal penting untuk setiap organisasi bisnis. Hal ini adalah tugas dari manajemen untuk membuat keputusan struktur modal dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan merupakan pekerjaan yang tidak mudah karena melibatkan pemilihan utang dan ekuitas dalam proporsi yang tetap seimbang dengan melihat perbedaan dari biaya dan manfaat yang dipasangkan dengan sumber-sumber pembiayaan tersebut. Keputusan yang keliru dalam proses

pemilihan sumber pembiayaan dapat menyebabkan kesulitan keuangan dan akhirnya kebangkrutan (*bankruptcy*).

Pembiayaan itu sendiri bersifat *lumpy* (kental), sehingga sulit bagi perusahaan untuk mempertahankan proporsi yang ketat dalam struktur modal. Terdapat juga masalah terkait waktu penerbitan pembiayaan yang aman setelah perusahaan menentukan struktur modal yang sesuai. Ketika pembiayaan eksternal diperlukan, sebuah perusahaan sering menghadapi pertanyaan tentang bagaimana waktu yang tepat untuk menerbitkan dan apakah akan menggunakan utang atau saham. Akibatnya hal ini memaksa untuk mengevaluasi metode alternatif pembiayaan dalam kejelasan kondisi pasar secara umum dan harapan bagi perusahaan itu sendiri (Horne & Wachowicz, 2009, p. 465). Gitman (2019) menjelaskan bahwa terkait masalah waktu (*timing*), kondisi ekonomi secara umum bisa secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan.

Kondisi perekonomian itu sendiri tercermin dari faktor makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi. Pertumbuhan ekonomi yang diwakili oleh pertumbuhan GDP (*Gross Domestic Product*) dan tingkat inflasi di Indonesia selama tahun 2012 sampai 2021 sangat berfluktuatif yang dapat dilihat pada Gambar 1. Pertumbuhan ekonomi yang tertinggi selama sepuluh tahun tersebut terjadi pada tahun 2012 yaitu sebesar 6,03%, sedangkan yang paling rendah (bahkan negatif) terjadi pada tahun 2020 yaitu sebesar -2,07%. Tingkat inflasi yang tertinggi terjadi pada tahun 2013 yaitu sebesar 6,41%, sedangkan yang terendah terjadi pada tahun 2021 yaitu sebesar 1,56%.



Sumber: World Bank (2022), diolah

Gambar 1. Perkembangan GDP *growth* dan tingkat inflasi Indonesia tahun 2012-2021

Perusahaan-perusahaan yang beroperasi di suatu negara tentunya tidak luput dari pengaruh kondisi perekonomian dari negara tersebut. Kegiatan operasi dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Indeks LQ45 juga tidak luput dari pengaruh kondisi perekonomian Indonesia. Kyaw (2004) menyatakan bahwa pengaruh/efek dari negara adalah lebih penting dibandingkan efek dari sektor industri dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan. Indeks LQ45 adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 45 saham perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik (IDX, 2021). Perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Indeks LQ45 dipilih menjadi objek penelitian dengan alasan untuk mengetahui apakah kondisi perekonomian memiliki pengaruh pada perusahaan-perusahaan besar yang sudah memiliki stabilitas keuangan yang baik serta bagaimana pengaruhnya.

Terkait hal-hal tersebut, maka penelitian ini ingin mengadopsi penelitian-penelitian terdahulu untuk diterapkan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ45 di Indonesia, yaitu meneliti pengaruh kondisi makroekonomi terhadap struktur modal perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur Modal Perusahaan

Struktur modal dari suatu perusahaan adalah campuran tertentu utang dan ekuitas perusahaan yang digunakan untuk membiayai operasinya. Perusahaan-perusahaan akan berbeda dalam cara mereka menangani masalah mengoptimalkan persyaratan struktur modal dalam upaya untuk menetapkan struktur modal yang memaksimalkan nilai pasar secara keseluruhan (Abor, 2007). Gitman (2009) merumuskan faktor-faktor penting dalam pertimbangan pembuatan keputusan struktur modal, yaitu *revenue stability*, arus kas, kewajiban kontraktual, preferensi manajemen, kontrol, penilaian risiko eksternal, dan *timing*.

Bertahun-tahun alternatif teori struktur modal telah dikembangkan untuk menentukan struktur modal yang optimal. Penarikan teoritis struktur modal telah banyak dikembangkan, namun metodologi yang spesifik belum juga terealisasi dimana manajer dapat menggunakannya dalam rangka untuk menentukan tingkat utang yang optimal. Hal ini mungkin disebabkan oleh kenyataan bahwa teori-teori mengenai struktur modal berbeda dalam penekanan relatifnya (Sheikh & Wang, 2011). Teori-teori mengenai struktur modal di antaranya adalah teori MM I, teori MM II, teori *pecking order*, teori *trade-off*, teori *agency*, teori *signaling* dan asimetri informasi, serta teori *market timing*.

Faktor Makroekonomi

Makroekonomi yang menggambarkan kondisi perekonomian negara juga mempengaruhi struktur modal perusahaan. Kondisi perekonomian yang melambat menyebabkan beberapa variasi nilai dan perubahan dinamis *cash flows* masa depan yang bisa dengan mudah menyebabkan masalah keuangan yang utama. Volatilitas keuntungan (*earnings*) yang meningkat dan penurunan profitabilitas yang tidak terelakkan akan menyebabkan peningkatan risiko bisnis. *Cash flows* operasi dan risiko bisnis yang bergantung pada kondisi ekonomi menjadi alasan mengapa perusahaan harus menyeimbangkan struktur modalnya (Mostarac & Petrovic 2013).

Miglo (2013) menjelaskan bahwa terkait masalah waktu (*timing*), pada tahun 2002, Baker dan Wurgler mengembangkan teori *market timing* sebagai teori struktur modal yang terpisah. Teori tersebut memprediksi bahwa ketika kondisi ekonomi sedang buruk, perusahaan tidak akan mengeluarkan ekuitas/saham. Ketika ekonomi memiliki kinerja rata-rata, beberapa perusahaan akan mengeluarkan ekuitas/saham, sedangkan ketika ekonomi sedang *booming*, penerbitan ekuitas/saham akan besar.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap struktur modal perusahaan.

Pertumbuhan ekonomi yang meningkat yang digambarkan oleh peningkatan GDP *growth*, mengindikasikan siklus bisnis yang juga sedang meningkat, sehingga akan memberikan kepercayaan diri terhadap perusahaan untuk melakukan pengembangan investasi yang tentunya membutuhkan biaya yang besar, sehingga perlu bagi perusahaan untuk memikirkan sumber pembiayaan yang memberikan manfaat yang optimal terkait peningkatan pertumbuhan ekonomi tersebut (Welkom, 2016). Penelitian-penelitian terdahulu telah membuktikan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian Subagyo (2009) dan Welkom, Achsani, & Anggraeni (2016) menemukan bahwa pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap struktur modal perusahaan, sedangkan penelitian Rivai (2011); Yartey

(2011); Bayrakdaroglu, Ege, & Yazici (2013); Lemma & Negash (2013); dan Majumdar (2014) menemukan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal perusahaan. Berdasarkan hal-hal tersebut, maka diduga pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan sehingga hipotesisnya dapat dirumuskan sebagai berikut.

H₀: Pertumbuhan ekonomi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

H_a: Pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh inflasi terhadap struktur modal perusahaan.

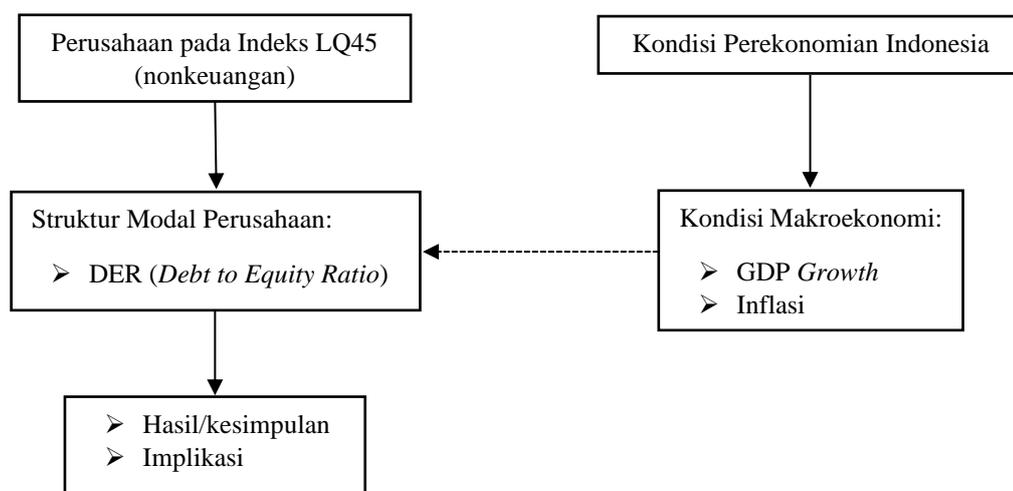
Inflasi yang terus meningkat sebaliknya memberi ancaman terhadap keberlangsungan kegiatan bisnis perusahaan karena menyebabkan penurunan nilai riil dari aset perusahaan yang berarti meningkatkan risiko perusahaan untuk melakukan pembiayaan eksternal, baik melalui utang yang berupa kredit perbankan, obligasi, maupun saham (Welkom, 2016). Beberapa penelitian terdahulu berhasil membuktikan bahwa inflasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian yang membuktikan bahwa inflasi berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal adalah penelitian yang dilakukan oleh De Haas & Peeters (2006); Fan, Titman, & Twite (2010); Le & Ooi (2012), Lemma & Negash (2013); Yartey & Abor (2013); dan Welkom, Achsani, & Anggraeni (2016). Sebaliknya, penelitian yang membuktikan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap struktur modal adalah penelitian yang dilakukan oleh Subagyo (2009); Rivai (2011); dan Bayrakdaroglu, Ege, & Yazici (2013). Berdasarkan hal-hal tersebut, maka diduga inflasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan sehingga hipotesisnya dapat dirumuskan sebagai berikut.

H₀: Inflasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

H_a: Inflasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Kerangka Pemikiran Penelitian

Kerangka pemikiran penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.



Keterangan:
 —————> analisis
 - - - - -> pengaruh

Gambar 2. Kerangka pemikiran penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif dan kuantitatif dengan menggunakan data sekunder. Data sekunder yang digunakan berasal dari laporan keuangan perusahaan tahun 2012-2021 yang diperoleh dari IDX dan data makroekonomi Indonesia tahun 2012-2021 yang diperoleh dari *World Bank*. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan nonkeuangan yang terdaftar pada Indeks LQ45 periode 2012-2021, yang berjumlah 19 perusahaan. Jumlah sampel tersebut diperoleh dari 45 perusahaan yang dipilih berdasarkan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan dalam metode *sampling* tersebut yaitu.

- 1) Perusahaan nonkeuangan yang selalu terdaftar pada Indeks LQ45 selama periode tahun 2012-2021.
- 2) Menerbitkan laporan keuangan yang memuat data lengkap untuk variabel-variabel yang diteliti.

Model penelitian yang digunakan adalah regresi data panel dinamis yang mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Gallego & Loayza (2000), Doku, Adjasi, & Kumankuma (2011); Yartey & Abor (2013), dan Welkom, Achsani, & Anggraeni (2016) yaitu sebagai berikut:

$$DER_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DER_{it-1} + \alpha_2 GDPgrw_t + \alpha_3 INF_t + e_{it}$$

dimana *DER* adalah *debt to equity ratio* (rasio dari total utang/total ekuitas) yang merupakan struktur modal perusahaan yang menjadi variabel terikatnya; *DER_{it-1}* merupakan struktur modal tahun sebelumnya yang menjadi variabel bebas; *GDPgrw* adalah tingkat pertumbuhan GDP yang merupakan pertumbuhan ekonomi yang menjadi variabel bebas; *INF* adalah tingkat inflasi yang menjadi variabel bebas; *e* adalah error; *i* adalah individu yang mewakili setiap perusahaan yang diteliti; *t* adalah *time* yang merupakan setiap periode penelitian; α_0 adalah konstanta; dan $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ adalah koefisien variabel bebas.

Penelitian ini menggunakan regresi data panel dinamis dengan metode *System GMM* (*Generalized Method of Moments*) yang dikembangkan oleh Arellano dan Bond. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan *software* STATA 15. Firdaus (2011) menjelaskan beberapa kriteria yang harus digunakan untuk menemukan model data panel dinamis yang terbaik, yaitu:

- 1) Tidak bias. Estimator dari *pooled least squares* bersifat *biased upwards* dan estimator dari *fixed-effects* bersifat *biased downwards*. Estimator yang tidak bias berada di antara keduanya, sehingga nilai estimator panel dinamis (*system GMM*) harus berada di antara nilai estimator kedua model tersebut.
- 2) Instrumen valid. Validitas diperiksa dengan menggunakan uji Sargan. Instrumen akan valid bila uji Sargan tidak dapat menolak hipotesis nol.
- 3) Konsisten. Sifat konsistensi dari estimator yang diperoleh dapat diperiksa dari statistik Arellano-Bond *m1* dan *m2*. Estimator akan konsisten bila statistik *m1* menunjukkan hipotesis nol ditolak dan *m2* menunjukkan hipotesis nol tidak ditolak.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Struktur modal dari 19 perusahaan yang diteliti dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Ringkasan struktur modal perusahaan Indeks LQ45 periode 2012-2021

Struktur modal perusahaan (DER)				
Tahun	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Standar deviasi
2012	0.7574	0.1718	2.0201	0.5270
2013	0.8019	0.1580	2.1373	0.5295
2014	0.8284	0.1654	2.1053	0.5153
2015	0.8221	0.1581	2.2585	0.5393
2016	0.7777	0.0002	2.5597	0.6322
2017	0.8362	0.0002	3.3135	0.8001
2018	0.8584	0.1692	3.0803	0.6754
2019	0.9293	0.0001	3.2992	0.8483
2020	0.9432	0.0001	3.2012	0.8767
2021	0.9432	0.1478	3.4127	0.8626

Sumber: Laporan keuangan perusahaan, diolah

Tabel 1 memperlihatkan perkembangan nilai rata-rata, minimum, maksimum, dan standar deviasi struktur modal perusahaan yang diteliti pada periode 2012 sampai 2021. Nilai rata-rata struktur modal perusahaan sepanjang sepuluh tahun tersebut selalu kurang dari satu (100%), yang berarti rata-rata sumber pembiayaan perusahaan-perusahaan tersebut lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan utang. Struktur modal terendah terjadi pada Tahun 2019 dan 2020 yang mana tingkat penggunaan utangnya hanya sekitar 0,01% daripada penggunaan ekuitasnya. Struktur modal yang tertinggi adalah di Tahun 2021 dimana penggunaan utangnya sekitar 3,4 kali lebih tinggi dibandingkan dengan penggunaan ekuitasnya. Nilai standar deviasi sepanjang sepuluh tahun tersebut tidak melebihi nilai rata-ratanya sehingga berarti struktur modal perusahaan-perusahaan tersebut cenderung homogen. Kondisi makroekonomi di Indonesia diwakili oleh variabel *GDP growth* (GDPgrw) dan tingkat inflasi (INF). *GDP growth* tersebut merupakan pertumbuhan GDP riil berdasarkan harga konstan tahun 2005. Tingkat inflasi merupakan tingkat kenaikan inflasi berdasarkan indeks harga konsumen (*consumption price index/CPI*). Perkembangan *GDP growth* dan tingkat inflasi dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. *GDP growth* dan tingkat inflasi Indonesia periode 2012-2021

Kondisi Makroekonomi		
Tahun	GDP Growth (%)	Inflasi (%)
2012	6.03	4.28
2013	5.56	6.41
2014	5.01	6.39
2015	4.88	6.36
2016	5.03	3.53
2017	5.07	3.81
2018	5.17	3.20
2019	5.02	3.03
2020	-2.07	1.92
2021	3.69	1.56
Rata-rata	4.34	4.05

Sumber: World Bank (2022), diolah

Tabel 2 menunjukkan rata-rata nilai pertumbuhan ekonomi (GDP *growth*) Indonesia selama tahun 2012-2021 adalah sekitar 4,34%, lebih tinggi dibandingkan rata-rata tingkat inflasinya. Meskipun pertumbuhan ekonomi Indonesia sempat menurun jauh bahkan negatif pada tahun 2020 (-2,07%), namun tingkat inflasi pada tahun tersebut masih bisa dikendalikan dan bahkan menurun dibandingkan tahun sebelumnya, yaitu sebesar 1,92%. Inflasi tertinggi terjadi di tahun 2013 yaitu sebesar 6,41%, namun pertumbuhan ekonomi pada tahun tersebut masih tergolong baik yaitu sebesar 5,56%.

Hasil Uji Kelayakan Model Penelitian

Model regresi data panel dinamis yang terbaik mensyaratkan bahwa estimator harus tidak bias, valid, dan konsisten (Baltagi, 2005). Uji bias dapat dilihat pada Tabel 3 serta uji validitas dan uji konsistensi dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 3. Hasil uji bias (*Lag* ke-1)

	Coef.		
	System-GMM	PLS	FEM
derL1	0.9240386	1.00205	0.6372421

Sumber: Hasil output dengan *software* STATA 15, diolah

Pengujian apakah estimator yang digunakan dalam penelitian ini bias atau tidak dilakukan dengan membandingkan nilai koefisien *Lag* pertama variabel bebas (derL1) dari model *System-GMM* (panel dinamis), model PLS (*pooled least square*), dan model FEM (*fixed effect* model). Estimator model *System-GMM* tidak bias jika nilai koefisien derL1-nya berada diantara nilai koefisien derL1 dari model PLS dengan model FEM. Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai koefisien derL1 dari model *System-GMM* (0.9240386) berada di antara nilai koefisien derL1 dari model PLS (1.00205) dan nilai koefisien derL1 dari model FEM (0.6372421). Hal ini berarti bahwa estimator yang digunakan dalam penelitian ini tidak bias.

Tabel 4. Hasil uji validitas dan uji konsistensi

Uji validitas (Sargant <i>test</i>)	Prob > <i>chi</i> 2	
	1.0000	
Uji konsistensi (Arellano-Bond <i>test</i>)	Prob > <i>z</i>	
	<i>m</i> 1	0.0371
	<i>m</i> 2	0.2222

Sumber: Hasil output dengan *software* STATA 15, diolah

Pengujian validitas dilakukan dengan Sargan *test*, dimana instrumen akan valid jika uji sargan tidak bisa menolak hipotesis nol ($H_0: probability > chi2$). Tabel 4 menunjukkan nilai probabilitas adalah sebesar 1.0000 (>5%) yang berarti tidak menolak hipotesis nol, sehingga instrumen sudah valid. Pengujian konsistensi dilakukan dengan melihat nilai probabilitas dari statistik Arellano-Bond *m*1 dan *m*2, jika hasil statistik *m*1 menolak hipotesis nol ($H_0: probability < z$) dan *m*2 tidak menolak hipotesis nol ($H_0: probability > z$), maka estimator telah konsisten. Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai statistik *m*1 (0.0371) menolak hipotesis nol (<5%) dan statistik *m*2 (0.2222) tidak menolak hipotesis nol (>5%), sehingga instrumen yang digunakan telah konsisten.

Hasil Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk mengestimasi pengaruh kondisi makroekonomi terhadap struktur modal perusahaan (DER). Hasil pengujian hipotesis untuk pengaruh setiap variabel bebas (GDPgrw dan INF) terhadap variabel terikat (DER) dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5. Pengaruh kondisi makroekonomi terhadap struktur modal perusahaan

Y = DER	Coef.	Standard Error	z-value	P> z
derL1	0.9240386*	0.0183558	50.34	0.000
GDPgrw	-0.0040523**	0.0021487	-1.89	0.059
INF	0.0034121**	0.0020713	1.65	0.099
Constant	-0.0804302*	0.0216031	3.72	0.000

Keterangan: * adalah signifikan pada $\alpha=1\%$; ** adalah signifikan pada $\alpha=10\%$
 Sumber: Hasil output dengan *software* STATA 15, diolah

Tabel 5 menunjukkan bahwa variabel dari kondisi makroekonomi (GDPgrw dan INF) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan (DER). Hal ini bisa dilihat dari nilai *probability* GDPgrw (0.059) dan INF (0.099) yang melebihi nilai toleransi eror (α) sebesar 10%. Selain mengestimasi pengaruh kedua variabel bebas tersebut, model data panel dinamis ini juga mengestimasi pengaruh struktur modal tahun sebelumnya (derL1 atau DER_{t-1}) terhadap struktur modal tahun ini (DER). Hasil pengujian tersebut membuktikan bahwa struktur modal tahun ini dipengaruhi oleh struktur modal pada satu tahun sebelumnya dengan tingkat toleransi eror (α) 1%. Nilai koefisiennya yang sebesar 0.924 menunjukkan *speed of adjustment* dari struktur modal perusahaan. Nilai tersebut berada di antara nol (0) dan satu (1) yang menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan pada Indeks LQ45, khususnya yang diteliti cenderung konvergen (bergerak menuju *unity*) yang berarti perusahaan-perusahaan tersebut mencoba untuk menyesuaikan target struktur modalnya pada suatu level tertentu.

Pembahasan

Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Struktur Modal Perusahaan

GDPgrw menggambarkan tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia. Tabel 5 menunjukkan nilai koefisien dari hasil estimasi variabel GDPgrw adalah sebesar -0.004 yang berarti bahwa setiap peningkatan satu satuan GDPgrw, *ceteris paribus*, maka akan menurunkan nilai DER sebesar 0.004. GDPgrw berpengaruh signifikan negatif terhadap DER, sehingga jika pertumbuhan ekonomi meningkat, maka penggunaan utang cenderung akan menurun dibandingkan ekuitas. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis penelitian menurut teori *market timing*. Meningkatnya pertumbuhan ekonomi mencerminkan kondisi perekonomian yang semakin baik. Kondisi perekonomian yang baik bisa mendorong kinerja pasar saham yang lebih baik dan menurunkan risikonya sehingga perusahaan lebih yakin untuk melakukan pembiayaan dengan ekuitas melalui pasar saham. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Rivai (2011); Yartey (2011); Bayrakdaroglu, Ege, & Yazici (2013); Lemma & Negash (2013); dan Majumdar (2014).

Pengaruh Tingkat Inflasi terhadap Struktur Modal Perusahaan

Tingkat inflasi (INF) merupakan salah satu indikator makroekonomi yang mencerminkan seberapa baik kondisi perekonomian negara. Tabel 5 menunjukkan nilai koefisien dari hasil estimasi variabel INF adalah sebesar 0.003 yang berarti bahwa setiap peningkatan satu satuan INF, *ceteris paribus*, maka akan meningkatkan nilai DER sebesar 0.003. INF berpengaruh signifikan positif terhadap DER, sehingga jika inflasi meningkat, maka tingkat penggunaan utang juga akan meningkat dibandingkan penggunaan ekuitas. Hasil penelitian ini sesuai dengan pandangan teori *market timing*. Inflasi merupakan suatu kondisi ketika tingkat harga naik secara terus menerus dan mempengaruhi individu, pengusaha, dan pemerintah (Mishkin, 2007). Hal ini berdampak pada kenaikan harga bahan baku produksi yang menyebabkan kenaikan biaya produksi. Inflasi menyebabkan daya beli masyarakat semakin menurun

sehingga berdampak juga pada penurunan tingkat penjualan perusahaan. Kenaikan biaya-biaya dan menurunnya penjualan berdampak pada penurunan laba perusahaan. Laba merupakan salah satu sumber pembiayaan perusahaan yang tergolong dalam ekuitas. Tingkat inflasi yang terus meningkat juga mengindikasikan kondisi perekonomian yang memburuk sehingga perusahaan akan menghindari sumber pembiayaan melalui sekuritas yang memiliki risiko yang paling besar, yaitu saham. Hal-hal tersebut membuat perusahaan cenderung akan melakukan pendanaan melalui utang, yang cenderung lebih aman dibandingkan saham. Hasil penelitian ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh De Haas & Peeters (2006); Fan, Titman, & Twite (2010); Le & Ooi (2012); Lemma & Negash (2013); Yartey & Abor (2013); serta Welkom, Achسانی, & Anggraeni (2016).

PENUTUP

Penelitian ini berhasil membuktikan bahwa kondisi perekonomian memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan yang terdaftar pada Indeks LQ45. Hal ini mengindikasikan kepada para investor untuk mengambil peluang dalam berinvestasi di pasar saham ketika pertumbuhan ekonomi sedang meningkat dan inflasi sedang menurun karena pada saat ini perusahaan cenderung meningkatkan pembiayaan eksternalnya melalui ekuitas. Pemerintah dalam hal mendukung peningkatan investasi di pasar saham bisa turut andil dengan mengupayakan peningkatan pertumbuhan ekonomi dan pengendalian inflasi sehingga perusahaan bisa meningkatkan ekuitasnya melalui pasar saham dan investor juga akan merasa lebih aman untuk melakukan investasi di pasar ini.

Variabel yang digunakan untuk mewakili struktur modal perusahaan dalam penelitian ini adalah DER yang merupakan perbandingan antara total utang dengan total ekuitas. Penelitian selanjutnya bisa memperdalam analisis struktur modal perusahaan dengan menggunakan utang jangka pendek dan utang jangka panjang untuk dibandingkan dengan total ekuitas. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Indeks LQ45, sehingga implikasinya terbatas untuk perusahaan yang karakteristiknya sama dengan perusahaan-perusahaan tersebut. Penelitian selanjutnya bisa menggunakan perusahaan-perusahaan dengan karakteristik yang berbeda, misalnya perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi yang rendah, perusahaan yang belum *go public* atau perusahaan-perusahaan yang tergolong *small-medium enterprises*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance*, 7(1), 83-92. Doi:10.1108/14720700710727131
- Bayrakdaroglu, A., Ege, I., & Yazici, N. (2013). A panel data analysis of capital structure determinants: empirical results from Turkish capital market. *International Journal of Economics and Finance*, 5(4), 131-140. Doi:10.5539/ijef.v5n4p131
- Brigham, E.F., & Houston, J.F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Boston: Cengage.
- De Haas, R., & Peeters, M. (2006). The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *Economics of Transition*, 14(1), 133-169.
- Doku, J. N., Adjasi, C. K. D., & Kumankuma, E. S. (2011). Financial market development and capital structure of listed firms - empirical evidence from Ghana. *Serbian Journal of Management*, 6(2), 155-168. Doi:10.5937/sjm1102155D
- Fan, J. P. H., Titman, S., & Twite, G. (2010). *An international comparison of capital structure and debt maturity choices*. (Working Paper Series No. 16445). Dikutip dari National Bureau of Economic Research website: <http://www.nber.org/papers/w16445>

- Firdaus, M. (2011). *Aplikasi Ekonometrika untuk Data Panel dan Time Series*. Bogor: IPB Press.
- Gallego, F., & Loayza, N. (2000). Financial structure in Chile: Macroeconomic developments and microeconomic effects. *Financial Structures and Economic Development Conference* (1-48). Dikutip dari Central Bank of Chile website: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/financial_structure_in_Chile.pdf.
- Gitman, L.J. (2009). *Principles of managerial finance*. (12th ed.). Boston: Pearson Education, Inc.
- [IDX] Indonesia Stock Exchange. (2021). *IDX stock index handbook v1.2*. Jakarta: IDX.
- Kyaw, N. A. (2004). *Institutional environment, capital structure, and firm value: three essays with a global perspective* (Doctoral dissertation). Dikutip dari ProQuest Dissertations and Theses database. (UMI No. 3158483).
- Le, T. T. T., & Ooi J. T. L. (2012). Financial structure of property companies and capital market development. *Journal of Property Investment and Finance*, 30(6), 596-611. Doi:10.1108/14635781211264540
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2013). Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure: the African evidence. *Management Research Review*, 36(11), 1081-1122. Doi:10.1108/MRR-09-2012-0201
- Majumdar, R. (2014). The determinants of indebtedness of unlisted manufacturing firms in India: A panel data analysis. *Management Research Review*, 37(9), 833-854. Doi:10.1108/MRR-09-2012-0193
- Miglo, A. (2013). The capital structure theory: Where do we stand after crisis. *Journal of Capital Structure and Financing*, 1, 1-32.
- Mishkin, F.S. (2007). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Boston: Pearson Education, Inc.
- Mostarac, E. & Petrovic, S. (2013). Determinants of capital structure of Croatian enterprises before and during the financial crisis. *UTMS Journal of Economics*, 4(2), 153-162.
- Rivai, C.W. (2011). *Analisis pengaruh tingkat inflasi, perubahan produk domestik bruto, dan indeks harga saham gabungan terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia*. (Unpublished master's thesis). Universitas Indonesia, Jakarta.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133. Doi:10.1108/03074351111103668
- Subagyo, H. (2009). Faktor determinasi struktur modal (Studi kasus perusahaan manufaktur BEI tahun 2005-2008). *Telaah Manajemen*, 6(2), 133-146.
- Van Horne, J.C., & Machowicz J.M. (2009). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). London: Prentice Hall.
- Welkom, S. S. (2016). *Faktor karakteristik perusahaan, pasar keuangan, dan makroekonomi yang mempengaruhi struktur modal perusahaan di BEI*. (Unpublished master's thesis). Institut Pertanian Bogor, Bogor.

- Welkom, S. S., Achsani, N. A., Anggraeni, L. (2016). Firm characteristics, financial market and macro economic determinants of capital structure: Indonesian Evidence. *International Journal of Development Research*, 6(8), 8985-8993.
- World Bank. (2022, December 30). *World Development Indicators*. Home page on-line. Dikutip dari <https://databank.worldbank.org/home.aspx>
- Yartey, C. A. (2011). Small business finance in Sub-Saharan Africa: The case of Ghana. *Management Research Review*, 34(2), 172-185. Doi:10.1108/01409171111102795
- Yartey, C. A., Abor, J. (2013). Corporate financial policies in emerging markets: the role of financial market development. *American Journal of Business*, 28(2), 123-146. Doi:10.1108/AJB-05-2013-0035