

DETERMINANT OF CAPITAL STRUCTURE ON MULTINATIONALITY COMPANY IN INDONESIA

Elok Faiqoh Himmah
elokfh.ef@gmail.com
Universitas Airlangga

Sedianingsih
Universitas Airlangga

Abstract

This study aims to examine the factors that affect the capital structure. This research use independent variable that is multinational, managerial ownership, tax uncertainty, while the control variable is effective tax rate, profit growth, return on asset, firm size, current ratio, capital intensity, and inventory intensity. The population of this study consists of all non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2012-2016. The sample of this research is multinational company which means having subsidiaries outside Indonesia. Statistical method used in this research is multiple linear regression analysis. The results of this study indicate that multinationality, managerial ownership, and uncertainty tax have no significant effect on capital structure. while for control variable, return on asset and firm size that have significant influence to capital structure.

Keywords: capital structure, multinational company, multiple regression

1. PENDAHULUAN

Perusahaan dalam melakukan aktivitas bisnis baik secara operasional maupun non operasional tentu membutuhkan pendanaan. Pada saat perusahaan didirikan tentu penentuan awal pada modal yang akan digunakan, apakah membutuhkan modal dari pendanaan internal atau pendanaan eksternal. Pendanaan internal yang dimaksud merupakan pendanaan secara langsung dari kepemilikan pribadi atau atas modal saham, sedangkan pendanaan eksternal merupakan hutang jangka panjang. Seperti yang dikatakan oleh Riyanto (2001:209) Sumber pendanaan perusahaan bisa berasal dari internal dan eksternal perusahaan. Setiap keputusan yang diambil oleh perusahaan untuk memilih sumber pendanaan tentu memiliki sisi konsekuensinya. Sisi positif perusahaan yang mengutamakan pendanaan internal yaitu dapat mengurangi ketergantungannya dengan pihak luar. Akan tetapi, seiring berjalannya waktu sangat tidak mungkin perusahaan tidak ingin berkembang, sehingga semakin berkembang perusahaan akan semakin banyak pendanaan internal telah teralokasikan ke berbagai macam kegiatan baik operasional maupun non operasional. Hal ini yang mendorong perusahaan akan menggunakan dana yang berasal dari luar, baik dari hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan dananya.

Hal ini merupakan strategi perusahaan dalam mempertimbangkan manajemen keuangan. Struktur modal merupakan faktor fundamental dalam menentukan

manajemen keuangan yang efisien dan efektif. Bas *et al* (2009) menyatakan bahwa tata kelola keuangan dalam rangka membiayai kegiatan operasional perusahaan dan investasi perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan laba dengan menentukan kebijakan pendanaan yang berkaitan dengan penentuan proporsi utang jangka panjang dan ekuitas. Penentuan proporsi tersebut merupakan langkah dalam menyusun struktur modal, dimana struktur modal ditentukan berdasarkan kebijakan pembelanjaan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Bradley *et al* (1984) dalam tulisannya menjelaskan mengenai tiga unsur penting dalam struktur modal, yaitu: (1) muncul biaya modal yang artinya adanya kewajiban untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana, (2) terdapatkah wewenang pihak yang menyediakan dana baik secara langsung maupun tidak langsung dalam mengelola perusahaan, (3) berapa besar resiko yang diambil dalam penentuan proporsi antara utang dan modal dalam pendanaan.

Pengambilan keputusan tentang sumber pendanaan yang tepat yang terdiri dari utang dan modal sendiri merupakan hal yang sangat penting dalam perusahaan, karena keputusan tersebut menentukan nilai perusahaan baik dalam meningkatkan laba maupun dalam performa perusahaan. Seperti teori struktur modal yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh struktur modal pada nilai perusahaan. Akan tetapi, Modigliani dan Miller (1963) telah mengembangkan teorinya dengan memasukkan unsur pajak dan biaya kebangkrutan, sehingga struktur modal memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Bringham & Houston (2006) dalam bukunya mengatakan bahwa ada kaitan erat antara struktur modal dengan penentuan proporsi modal dan hutang dalam penggunaannya untuk pertumbuhan dan peningkatan nilai perusahaan. Melihat teori yang diungkapkan oleh Modigliani dan Miller (1963) dapat dikatakan bahwa struktur modal merupakan kebijakan yang kompleks dan dapat dijadikan sebagai salah satu faktor dalam menentukan nilai perusahaan.

Modigliani – Miller (1963) dalam artikelnya yang berjudul “*Taxes and the Cost of Capital: A. Correction*” mengatakan bahwa dengan meningkatnya hutang (leverage) akan meningkatkan nilai perusahaan karena efek dari *corporate tax rate shield*. Asumsi ini disebabkan keadaan pasar sempurna dan adanya beban pajak, dengan hutang tinggi terdapat komponen bunga yang harus dibayarkan untuk mengurangi penghasilan kena pajak dengan kata lain bersifat *tax deductible*. Teori tersebut bertentangan dengan implikasi yang sebenarnya, karena pada dasarnya tidak ada pasar sempurna dan tidak ada perusahaan yang menggunakan hutang sebesar-besarnya. Ketidak sempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan meningkatkan performa perusahaan dengan tidak menggunakan hutang (leverage) yang ekstrim, karena akan mempengaruhi keputusan investasi oleh investor. Dengan kata lain, leverage tinggi akan menurunkan nilai perusahaan. Selain itu, pasar modal tidak sempurna besar kemungkinan akan muncul biaya kebangkrutan (Badhuri, 2009). Kritik tersebut sejalan dengan teori Myers dan Majluf (1984), bahwa perusahaan cenderung mengutamakan sumber pendanaan internal pada ekuitas terlebih dahulu, dan apabila memerlukan sumber pendanaan eksternal (eksternal financing) maka sebisa mungkin perusahaan akan membatasi proporsi hutang tersebut.

Hadianto & Tayana (2010) mengungkapkan bahwa struktur modal merupakan cermin mengenai baik tidaknya pendanaan perusahaan, baik keputusan keuangan yang berkaitan dengan komponen hutang jangka panjang, jangka pendek, saham preferen, dan saham biasa yang dijadikan sebagai sumber pendanaan perusahaan. Setiap

penentuan struktur modal berpengaruh terhadap resiko yang ditanggung pemilik perusahaan atau pemegang saham serta dapat mempengaruhi besarnya return yang diharapkan.

Beberapa penelitian telah menguji secara empiris mengenai struktur modal pada perusahaan di negara berkembang. Kebanyakan penelitian menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal. Setiap faktor memiliki pengaruh yang berbeda-beda tergantung pada jenis perusahaan dan yuridiksi perusahaan tersebut beroperasi.

Penelitian yang dilakukan Faizul *et al* (2009) di negara-negara berkembang menemukan hubungan positif antara antara *leverage* dengan *growth opportunity*. Setiap negara memiliki struktur institusional yang berbeda mengenai aturan penggunaan proporsi utang dan modal, sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian setiap yuridiksi berbeda. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Faizul *et al* (2009) menyebutkan bahwa yang membedakan penetapan struktur modal adalah kebijakan masing-masing negara mengingat penentuan struktur modal akan mempengaruhi besarnya pajak yang dibebankan ke perusahaan, hanya saja variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal sifatnya sama pada setiap negara. Hasil penelitian Faizul *et al* (2009) menunjukkan bahwa semakin tinggi profit dari perusahaan, maka semakin kecil rasio hutangnya, terlepas dari bagaimana pendefinisian mengenai rasio hutang tersebut.

D'Mello *et al* (2018) dalam penelitiannya di perusahaan-perusahaan Amerika Serikat membuktikan bahwa struktur modal memiliki korelasi negatif dengan *growth*, *profitability*, *return on assets*, *leverage ratios*, dan berhubungan positif dengan *size industry* dan *government policy*. Thippayana (2014) yang meneliti di perusahaan-perusahaan publik di Thailand selama periode 2000 – 2011 menunjukkan bahwa terdapat unsur utama yang mampu mempengaruhi struktur modal, yaitu biaya kebangkrutan, *non-debt tax shield*, *agency cost*, *asymmetric information*, dan pasar modal. Namun, dari hasil penelitian yang memiliki pengaruh signifikan negatif adalah *profitability* dan *tangibility*, sedangkan *size perusahaan* memiliki korelasi positif.

Pengujian yang dilakukan di beberapa negara di Eropa oleh Manninen (2017) setelah krisis tahun 1997 menghasilkan penelitian mengenai faktor-faktor struktur modal, dimana *profitability*, *firm size*, *tangibility*, dan *growth opportunities* sangat berpengaruh terhadap struktur modal. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Luigi (1995) dengan judul “*What do we know about capital structure? Some evidence from international data*” pada negara-negara G-7, yaitu Amerika, Jepang, Jerman, Perancis, Itali, Inggris, dan Kanada, bahwa *profitability* berkorelasi negatif dengan struktur modal.

Octavia (2008) meneliti bagaimana perusahaan perbankan menerapkan struktur modal khususnya di negara-negara berkembang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan perbankan memiliki faktor-faktor yang tidak jauh berbeda dengan perusahaan non perbankan. Pada dasarnya penilaian struktur modal digunakan sebagai acuan dalam menilai performance perbankan.

Penelitian di Cina juga dilakukan oleh Liang *et al* (2014), di sektor properti dan konstruksi yang menemukan bahwa saham milik negara, nilai aset tetap, jumlah total aset dan profitabilitas memiliki dampak positif dan signifikan terhadap rasio leverage perusahaan properti yang terdaftar di China. Penelitian Fan *et al* (2012) melakukan penelitian mengenai faktor yang mempengaruhi struktur modal, ada variabel yang cukup unik yaitu lingkungan kelembagaan negara mengenai kebijakan-kebijakan dalam bidang industri terhadap struktur modal. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Fan *et al*

(2012) menemukan bahwa sistem hukum dan pajak negara, korupsi, dan saham preferensi dapat mempengaruhi rasio leverage dan debt maturity. Selain itu, Fan *et al* (2012) menemukan hasil bahwa di negara-negara korup dengan undang-undang yang lebih lemah cenderung menggunakan lebih banyak utang, terutama utang jangka panjang. Hal ini dikarenakan dengan semakin tingginya utang, perusahaan dapat mengurangi beban pajak yang dibayarkan.

Di Indonesia telah banyak dilakukan penelitian mengenai struktur modal baik pada perusahaan nasional maupun multinasional. Santika dan Bambang (2011) telah melakukan penelitian mengenai faktor penentu struktur modal dengan menggunakan 3 faktor sebagai variabel independen yaitu, pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, dan profitabilitas. Hasil dari penelitian yang memiliki nilai signifikan adalah pertumbuhan penjualan dan profitabilitas. Selanjutnya pada tahun berikutnya Zuliani & Nur (2014) juga melakukan penelitian mengenai indikator-indikator yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di bursa efek Indonesia, dimana pertumbuhan penjualan, profitabilitas, struktur asset, dan tingkat pertumbuhan sama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Handayani (2013) juga melakukan penelitian mengenai struktur modal antara perusahaan multinasional dan perusahaan domestik. Berdasarkan uji beda yang dilakukan menunjukkan hasil bahwa pendanaan pada perusahaan multinasional berbeda dengan perusahaan domestik, Perusahaan multinasional dibandingkan perusahaan domestik memiliki keunggulan dalam hal pendanaan karena perusahaan multinasional memiliki peluang yang lebih banyak untuk memperoleh sumber dana yang berasal dari negara di mana tempat perusahaan itu berada, sehingga hal ini berdampak pada perbedaan struktur modal perusahaan multinasional dan domestik.

Firmanullah (2017) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, dimana ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, *operating leverage*, dan kontrol kepemilikan sebagai variabel yang mempengaruhi struktur modal. Firmanullah (2017) menjelaskan bahwa struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan, karena struktur modal optimal akan berpengaruh langsung pada posisi keuangan perusahaan yang akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Kunci utama keberhasilan perusahaan adalah manajemen keuangan yang baik. Dalam hal ini manajer keuangan sebagai peran utama dalam mengatur manajemen keuangan yang bisa diaplikasikan dengan struktur modal. Kesalahan dalam menentukan struktur modal dapat mengakibatkan akan berdampak luas terutama apabila perusahaan terlalu besar dalam menggunakan utang, sehingga beban tetap yang harus ditanggung perusahaan semakin besar pula.

Rahmawardani (2007) melakukan penelitian mengenai struktur modal pada perusahaan perbankan yang menyatakan bahwa pada perbankan harga saham yang terjadi sering kali berfluktuasi bahkan terkadang sulit untuk diprediksi. Rahmawardani (2007) melakukan penelitian untuk menentukan struktur modal dengan menggunakan teori trade-off dan pecking order. Hasil penelitian tersebut adalah likuiditas dan pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal, sedangkan untuk risiko bisnis dan profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Penelitian ini akan menganalisis beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal, diantaranya multinasionalitas, kepemilikan institusional, ketidakpastian

perpajakan, Effective Tax Rate, pertumbuhan laba (growth profit), profitabilitas, return on asset, ukuran perusahaan, current ratio, intensitas modal, dan intensitas persediaan. Penelitian ini fokus pada perusahaan multinasional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Motivasi peneliti melakukan penelitian pada perusahaan multinasional untuk menilai bagaimana perusahaan multinasional dalam mengatur manajemen keuangan dengan membatasi proporsi hutang dan modal.

2. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

2.1 Struktur Modal

Teori struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini adalah trade-off theory dan Pecking Order Theory. *Trade-off Theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001) merupakan bentuk kritikan atas teori Modigliani – Miller (1958) yang menyatakan bahwa struktur modal memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Myers (2001) mengatakan bahwa struktur modal tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan semakin besarnya hutang perusahaan semakin menurunkan performa perusahaan. Akan tetapi Myers (2001) menambahkan bahwa struktur modal akan memiliki nilai tambah jika meningkatkan proporsi hutang untuk kepentingan pajak. Motivasi perusahaan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu adalah penghematan pajak (tax shields), namun dengan adanya peningkatan hutang akan timbul biaya kesulitan keuangan (financial distress). Maka dari itu, penentuan struktur modal berdasarkan Trade off Theory tidak bisa dilepas dari beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (agency costs) dan biaya kesulitan keuangan tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan symmetric information sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang.

Myers (1961) mengungkapkan kembali mengenai packing order theory yang dikeluarkan oleh Donaldson pada tahun 1984 bahwa secara teoritis packing order theory memiliki beberapa poin diantaranya: (1) perusahaan lebih mengutamakan internal financing (pendanaan dari internal perusahaan yang diperoleh atas penerimaan laba ditahan), (2) meskipun dibutuhkan menggunakan pendanaan dari luar (eksternal financing), maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Teori ini pada intinya mengenai perusahaan yang menghindari *debt to equity ratio* tinggi, karena mengutamakan dua jenis modal sendiri yaitu internal dan eksternal. Teori ini lebih menyukai modal sendiri daripada modal dari luar perusahaan yang nantinya akan berdampak pada performa perusahaan yang turun, selain itu dengan terlalu mengandalkan eksternal pendanaan akan menimbulkan biaya kebangkrutan atau *financial distress*. Seperti yang dikatakan oleh Myers (1996) pada dasarnya perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *packing order theory* adalah: internal fund (dana internal), debt (hutang), dan equity (modal sendiri) (Mc.Cue, 1992).

2.2 Multinationality

Perusahaan multinasional merupakan perusahaan yang memiliki entitas anak perusahaan di luar yuridiksi yang berbeda dengan induk perusahaan. Perusahaan multinasional memiliki keunggulan dalam hal pendanaan karena perusahaan multinasional memiliki peluang yang lebih banyak untuk memperoleh sumber dana yang berasal dari negara di mana tempat perusahaan itu berada, sehingga hal ini

berdampak pada perbedaan struktur modal perusahaan multinasional dan domestik. Anita (2013) melakukan penelitian mengenai struktur modal perusahaan multinasional dan domestik, hasil penelitian menunjukkan bahwa adanya perbedaan struktur modal antara perusahaan multinasional dan perusahaan domestik. Selain itu, terdapat perbedaan struktur modal antara perusahaan multinasional di negara berkembang dan di negara maju.

2.3 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial memiliki peranan penting terhadap manajemen keuangan, salah satunya struktur modal. Hal ini bertentangan dengan pendapat Jensen (1992) yang mengidentifikasi bahwa peningkatan insider ownership akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*.

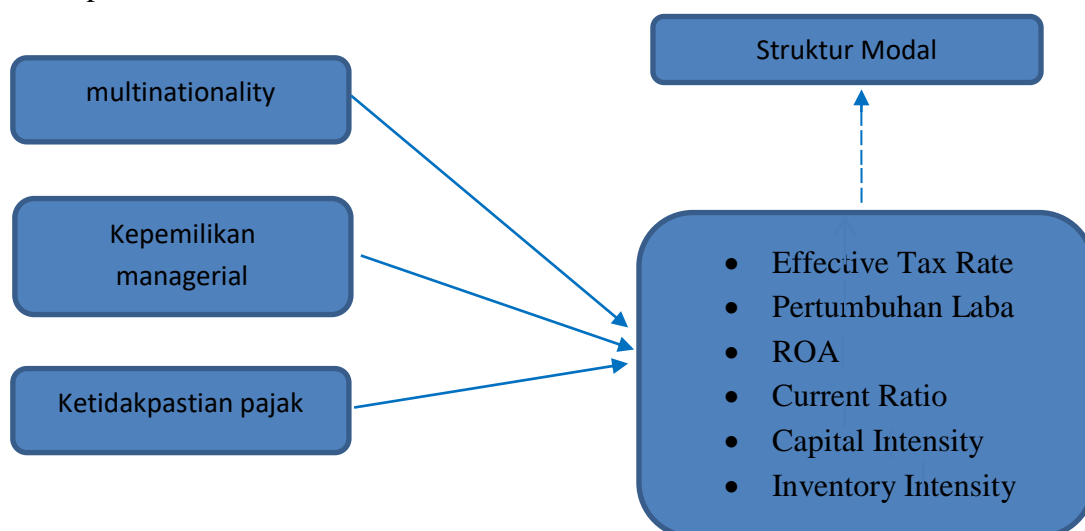
2.4 Ketidakpastian Pajak (*Uncertainty Tax*)

Fama (1998) mengatakan bahwa ketidakpastian pajak dapat digunakan manajemen perusahaan sebagai alat untuk mengukur proporsi hutang dan modal (struktur modal). Ketidakpastian pajak berpengaruh terhadap struktur modal didukung oleh teori Modigliani–Miller (1958) dimana motivasi meningkatkan hutang atas pengurangan beban pajak. Sehingga dengan adanya penentuan struktur modal dapat digunakan sebagai pengurang beban pajak.

2.5 Variabel Kontrol

Penelitian ini menggunakan variabel *effective tax rate*, pertumbuhan laba, *return on asset*, ukuran perusahaan, current ratio, intensitas modal, dan intensitas persediaan. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini merupakan variabel yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji faktor penentu struktur modal yang telah disebutkan, dan menghasilkan penemuan bahwa ukuran perusahaan dan intensitas modal yang memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal Firmanullah (2017). Sedangkan variabel intensitas persediaan diperkirakan akan memiliki korelasi negatif.

Berdasarkan penjelasan kerangka teori di atas, berikut merupakan kerangka pemikiran penelitian:



Gambar di atas menunjukkan adanya variabel utama sebagai variabel independen dan variabel kontrol yang masing-masing mempengaruhi struktur modal. Adapun hipotesis pada penelitian ini sebagai berikut:

1. H1 = Multinationality memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
2. H2 = Kepemilikan Managerial memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
3. H3 = ketidakpastian pajak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
4. H4 = effective tax rate memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
5. H5 = Pertumbuhan Laba memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
6. H6 = Return on Asset memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
7. H7 = Current ratio memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
8. H8 = Capital Intensity memiliki pengaruh terhadap struktur modal
9. H9 = inventory intensity memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

3. METODE PENELITIAN

Metode penelitian ini menggunakan cross section dan time series selama kurun waktu 2012-2016 dengan kata lain penelitian menggunakan data panel. Penelitian ini menggunakan regresi berganda, dimana alat regresi yang digunakan adalah eviews 10. Penelitian menggunakan data sekunder pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia dengan samplangnya adalah perusahaan multinasional non keuangan.

3.1 Model Penelitian

Model yang digunakan dalam penelitian ini diadaptasi dan dimodifikasi dari model penelitian yang dikembangkan oleh D'Mello (2018). Penelitian ini telah dimodifikasi dengan menambahkan unsur perpajakan, mengingat teori Modigliani – Miller (1963) perbaikan dari teori sebelumnya yang menyatakan bahwa struktur modal akan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan jika terdapat pengurangan perpajakan. Sehingga, penelitian sebelumnya tidak ada variabel ketidakpastian pajak dan *effective tax rate*, dalam penelitian ini menambahkan variabel tersebut sebagai variabel independen. Berikut merupakan model penelitian ini:

$$STRM_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MULTI_{i,t} + \beta_2 TAXHAV_{i,t} + \beta_3 UNCERT_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 ETR_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 CR_{i,t} + \beta_9 CINT_{i,t} + \beta_{10} INVINT_{i,t} + e_{i,t}$$

$STRM_{i,t}$ = Nilai *Debt to equity* untuk perusahaan *i* di tahun *t*.

$MULTI_{IT}$ = *Dummy variable*; “1” untuk perusahaan yang setidaknya memiliki 1 anak perusahaan yang berkedudukan di luar Indonesia, dan “0” untuk perusahaan Indonesia yang tidak memiliki anak perusahaan yang berkedudukan di luar negeri

$KEPMit$ = *Dummy variable*; “1” untuk perusahaan yang setidaknya memiliki kepemilikan managerial yang terjun langsung dalam manajemen keuangan perusahaan, dan “0” untuk perusahaan untuk perusahaan yang hanya mengandalkan pihak majemen yang mengolah keuangan perusahaan.

$UNCERT_{it}$ = *Dummy variable*; “1” untuk perusahaan yang mengeluarkan pernyataan mengenai “Ketidakpastian Pajak” dalam catatan atas laporan keuangannya, dan “0” untuk perusahaan yang tidak mengeluarkan pernyataan tersebut

DETERMINANT OF CAPITAL STRUCTURE ON MULTINATIONALITY COMPANY IN INDONESIA

GROWTH_{it} = Nilai pertumbuhan laba pada perusahaan dengan menghitung LnEBIT

ETR_{it} = Nilai beban pajak aktual dengan nilai laba usaha sebelum pajak perusahaan di periode tertentu

SIZE_{it} = Logaritma natural dari total aset emiten dalam satu periode tertentu.

CINT_{it} = Nilai bersih dari *property, plant* dan *equipment* dibagi nilai total aset di periode sebelumnya (*TotalAsset_{t-1}*)

ROA_{it} = Laba usaha sebelum pajak dibagi dengan total aset pada periode tertentu

CR_{it} = Aset lancar dibagi liabilitas lancar pada periode tertentu

INVINT_{it} = Total persediaan dibagi nilai total aset di periode sebelumnya (*TotalAsset_{t-1}*)

4. ANALISIS DESKRIPTIF

4.1 Struktur modal

Struktur modal adalah pembentukan struktur permodalan suatu perusahaan dengan proporsi hutang jauh lebih besar dari modal saham. Struktur modal terjadi karena aturan pajak memperbolehkan mengurangi biaya bunga sebagai unsur pengurang (*deductible expense*) dalam menghitung penghasilan kena pajak, sedangkan dividen bukan merupakan unsur pengurang (*non deductible expense*). UU PPh di Indonesia sudah mengatur mengenai struktur modal, yaitu di pasal 18 ayat (1). Dalam pasal tersebut diatur bahwa Menteri Keuangan berwenang mengeluarkan keputusan mengenai besarnya perbandingan utang dan modal perusahaan untuk keperluan pajak berdasarkan undang-undang PPh. Dalam penelitian ini struktur modal diukur dengan menggunakan proxy debt to equity ratio (DER).

Tabel 4.2 Hasil Tabulasi Perhitungan Debt to Equity Ratio dengan Nilai Tertinggi

Tahun	DER	Kode Perusahaan
2012	5,4500	FREN
2013	11,2500	TIRT
2014	8,3400	RMBA
2015	7,3700	TIRT
2016	3,7100	TIRT

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa debt to equity ratio tertinggi pada masing-masing tahun. Pada tahun 2012 perusahaan Smartfren Telecom Tbk, perusahaan dalam bidang telekomunikasi dan tower memiliki pendanaan eksternal (hutang) yang cukup tinggi sebesar 5.45, dimana dana eksternal yang dimaksud ada memperoleh peminjaman dari perusahaan afiliasi yang berada di luar negeri. Selanjutnya, tahun 2013, nilai debt to equity ratio tertinggi pada perusahaan Tirta Mahakam Resource Tbk sebesar 11.25, tahun 2014 nilai Debt to equity ratio tertinggi pada perusahaan Bentoel International Investama Tbk sebesar 8.34, serta tahun 2015 dan 2016 tertinggi pada perusahaan Tirta Mahakan Resource Tbk sebesar 7.37 dan 3.71. Berdasarkan informasi di catatan atas laporan keuangan nilai debt to equity ratio tinggi, mencerminkan perusahaan memiliki pendanaan dari hutang atau pendanaan eksternal dari peminjaman bank maupun afiliasi perusahaan.

Tabel 4.3 Hasil Tabulasi Perhitungan Debt to Equity Ratio dengan Nilai Terendah

Tahun	DER	Kode Perusahaan
2012	0,1700	LION
2013	0,2073	LION
2014	0,2100	APLI
2015	0,1872	HMSP
2016	0,2200	KPIG

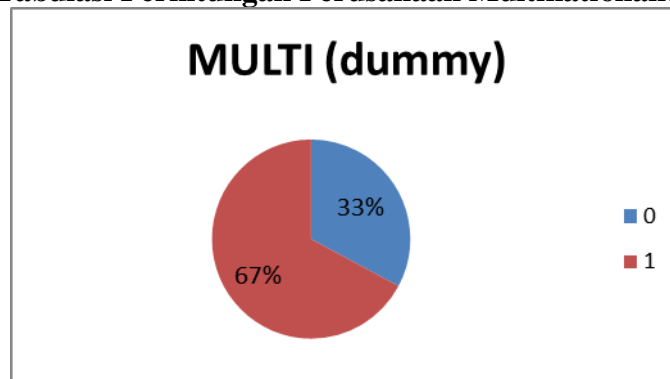
Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan nilai debt to equity ratio terendah pada masing-masing perusahaan. Pada tahun 2012 dan 2013 perusahaan Lion Metal Works Tbk mengalami penurunan hutang atas modal yang digunakan sebagai operasional perusahaan sebesar 0.1700 dan 0.2073, ini dapat diindikasikan bahwa perusahaan tersebut mampu secara optimal menggunakan pendanaan yang berasal dari internal perusahaan seperti ekuitas, mengingat debt to equity ratio merupakan utang terhadap ekuitas. Selanjutnya, pada tahun 2014 debt to equity ratio terendah pada perusahaan Asiaplast Industries Tbk sebesar 0.21, untuk tahun 2015 debt to equity ratio terendah pada perusahaan Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk sebesar 0.1872, serta tahun 2016 debt to equity ratio terendah pada perusahaan MNC land Tbk sebesar 0.2200.

4.2 Multinationality

Penelitian ini menggunakan variabel independen multinationality, dimana pengukurannya menggunakan dummy. Jika perusahaan memiliki karakteristik multinationality lebih dari satu perusahaan, maka akan dinilai satu begitu juga sebaliknya akan dinilai 0. Berikut merupakan diagram hasil tabulasi perusahaan yang memiliki karakteristik multinationality.

Diagram 4.1 Tabulasi Perhitungan Perusahaan Multinationality



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan diagram di atas menunjukkan bahwa perusahaan dalam penelitian ini, yang memiliki afiliasi atau entitas anak perusahaan yang berada di luar negeri sebesar 67%. Sedangkan, perusahaan yang memiliki hanya satu afiliasi atau hanya satu entitas anak perusahaan di luar negeri sebesar 33%.

4.3 Kepemilikan Intitusional

Penelitian ini menggunakan variable kepemilikan Intitusional sebagai variabel independen, dimana pengukurannya menggunakan dummy. Para pemegang saham yang juga berarti dalam hal ini sebagai pemilik dalam perusahaan dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan dinilai 1, dan sebaliknya akan dinilai 0. Peneliti melihat ada tidaknya kepemilikan manajerial berdasarkan catatan atas laporan keuangan.

Diagram 4.2 Tabulasi Perhitungan TAXHAV (Dummy)



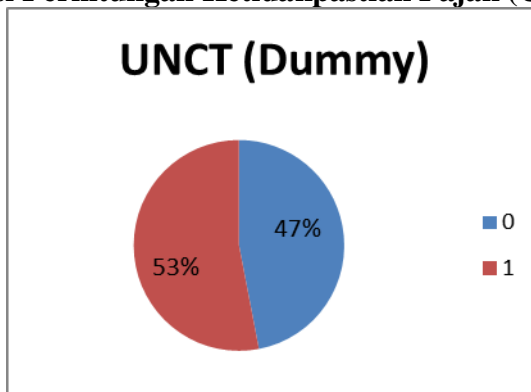
Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan diagram di atas menunjukkan bahwa sebesar 30% perusahaan yang terdapat pada penelitian ini tidak memiliki kepemilikan manajerial. Selanjutnya, sebesar 70% perusahaan yang ada dalam penelitian ini memiliki kepemilikan manajerial.

4.4 Ketidakpastian Pajak Perusahaan

Penelitian ini menggunakan ketidakpastian pajak sebagai variabel independen, dimana pengukurannya dummy. Ketidakpastian pajak dinilai berdasarkan bagaimana perusahaan melaporkan perhitungannya, jika dalam catatan atas laporan keuangan perusahaan melaporkan perhitungannya yang kurang jelas dan hanya dilaporkan perhitungannya maka akan dinilai 1, begitu sebaliknya akan dinilai 0. Berikut merupakan diagram atas perhitungannya pada perusahaan:

Diagram 4.3 Tabulasi Perhitungan Ketidakpastian Pajak (Uncertainty Tax)



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan diagram di atas menunjukkan bahwa sebesar 53% perusahaan melaporkan pajak secara tidak jelas dan tidak pasti. Berdasarkan catatan atas laporan keuangan perusahaan dengan ketidakpastian pajaknya ditandai dengan laporan yang kurang detail dan hanya berisikan laporan pajak penghasilan badan. Mengingat sampel perusahaan adalah perusahaan multinasional, sehingga sangat diragukan jika kewajiban pajak hanya Pph Badan.

4.5 Effective Tax Rate

Effective Tax Rate merupakan penilaian seberapa efektif perusahaan dalam pembayaran pajak. Perhitungan effective tax rate menggunakan nilai beban pajak aktual dengan nilai laba usaha sebelum pajak perusahaan di periode tertentu. Berikut

merupakan perhitungan tabulasi effective tax rate tertinggi dan terendah pada masing-masing tahun.

4.4 Tabulasi Perhitungan ETR Tertinggi

Tahun	Effective Tax Rate	Kode Perusahaan
2012	0,87	MEDC
2013	0,79	MEDC
2014	0,88	MEDC
2015	2,04	TIRT
2016	1,02	EXCL

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan perhitungan tabulasi di atas menunjukkan bahwa effective tax rate tertinggi pada tahun 2012, 2013, 2014 adalah perusahaan Medco Energi Internasional Tbk sebesar 0.87, 0.79, dan 0.88. Sedangkan, pada tahun 2015 effective tax rate tertinggi pada perusahaan Tirta Mahakam Resources Tbk, dan pada tahun 2016 effective tax rate tertinggi sebesar 1.02 pada perusahaan XL Axiata Tbk.

4.5 Tabulasi Perhitungan Effective Tax Rate Terendah

Tahun	Effective Tax Rate	Kode Perusahaan
2012	0,08	PSAB
2013	0,06	ADES
2014	0,02	FREN
2015	0,02	WINS
2016	0,00	KPIG

Sumber: data diolah, 2018

Berdasarkan perhitungan tabulasi di atas menunjukkan bahwa effective tax rate terendah pada tahun 2012 sebesar 0,08 pada perusahaan J Resources Asia Pasifik Tbk, pada tahun 2013 effective rate terendah sebesar 0.06 pada perusahaan Akasha Wira International Tbk, tahun 2014 nilai effective tax rate terendah sebesar 0.02 pada perusahaan Smartfren Telecom Tbk, tahun 2015 effective tax rate terendah sebesar 0.02 pada perusahaan Wintermar Offshore Marine Tbk, dan tahun 2016 effective tax rate terendah sebesar 0.00 pada perusahaan MNC Land Tbk.

4.6 Pertumbuhan Laba

Pertumbuhan laba diukur berdasarkan profit pada periode tertentu yang dilogartimakan. Pertumbuhan laba sebagai dasar penilaian apakah pertumbuhan laba perusahaan dapat mempengaruhi terjadinya praktik struktur modal. Berikut merupakan tabulasi perhitungan pertumbuhan laba tertinggi dan terendah:

4.6 Tabulasi Perhitungan Pertumbuhan Laba Tertinggi

Tahun	Pertumbuhan Laba	Kode Perusahaan
2012	16,11	HMSP
2013	16,20	HMSP
2014	16,14	HMSP
2015	16,15	HMSP
2016	16,92	WINS

Sumber: data diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa pertumbuhan laba tertinggi pada tahun 2012 sampai dengan 2015 adalah perusahaan HM Sampoerna Tbk dengan nilai

16.11, 16.20, 16.14, dan 16.15. Sedangkan, tahun 2016 nilai pertumbuhan laba tertinggi sebesar 16.92 pada perusahaan Wintermar Offshore Marine Tbk.

4.7 Tabulasi Perhitungan Pertumbuhan Laba Terendah

Tahun	Pertumbuhan Laba	Kode Perusahaan
2012	9,56	SSTM
2013	7,54	APLI
2014	9,46	SSTM
2015	6,76	TIRT
2016	7,93	TRST

Sumber: data diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa pertumbuhan laba terendah pada masing-masing tahun. Pada tahun 2012 dan 2014 pertumbuhan laba terendah pada perusahaan Sunson Textile Manufacturer Tbk sebesar 9.56 dan 9.46, pada tahun 2013 pertumbuhan laba terendah pada perusahaan Asiaplast Industries Tbk sebesar 7.54. Sedangkan tahun 2015 pertumbuhan laba terendah pada perusahaan Tirta Mahakam Resources Tbk sebesar 6.76, dan tahun 2016 pertumbuhan laba terendah pada perusahaan Trias Sentosa Tbk. sebesar 7.93.

4.7 Pengujian Hipotesis

4.7.1 Analisis Model

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah variable bebas yang terdiri dari multinationality, tax haven, uncertainty tax, pertumbuhan laba, size, return on asset, current ratio, capital intensity, dan inventory intensity mampu mempengaruhi debt to equity ratio sebagai pengukuran struktur modal (variabel terikat) pada perusahaan multinasional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2012-2016. Penelitian menggunakan data panel yang merupakan gabungan antara time series dengan cross section.

Teknik pengolahan data dengan menggunakan metode panel. Terdapat tiga jenis model data panel yang tersedia yang nantinya akan dipilih salah satu model yang terbaik untuk melakukan uji hipotesis. Ketiga model tersebut adalah Common-Effect Model, Fixed-Effect Model, dan Random-Effect Model. Untuk menentukan model terbaik tersebut, maka dilakukan uji Chow Untuk Menentukan Common Effect Model atau Fixed Effect Model. Kemudian melakukan uji Hausmann untuk menentukan Fixed Effect Model Atau Random Effect Model. Kemudian setelah menentukan model terbaik yang digunakan, baru dilakukan uji model (goodness of fit test) seperti uji simultan (uji F) dan parsial (uji t).

4.7.2 Pemilihan Model Estimasi Data Panel

4.7.2.1 Melakukan Uji Chow Untuk Menentukan Common Effect Model atau Fixed Effect Model

Tabel 4.8

Hasil Uji Chow Debt to Equity Ratio

Redundant Fixed Effects Tests

Pool: POOL

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	8.896052	(25,97)	0.0000

Cross-section Chi-square	154.925853	25	0.0000
--------------------------	------------	----	--------

Sumber: data diolah, 2018

Berdasarkan hasil uji Chow pada tabel 4.4 diatas, menunjukkan bahwa hasil masing-masing setiap signifikasi Chi-Square adalah lebih kecil dari taraf signifikasi sebesar 5% (Signifikasi Chi-Square < Sig 5%), maka disimpulkan model yang terpilih adalah Fixed Effect Model.

4.7.2.2 Melakukan Uji Hausmann Untuk Menentukan Fixed Effect Model Atau Random Effect Model

Tabel 4.9 Hasil Uji Hausmant Debt to Equity Ratio

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: POOL

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.157287	10	0.6135

Sumber: data
diolah, 2018

Berdasarkan hasil uji Hauman pada tabel 4.5 diatas, menunjukkan bahwa nilai probabilitas dari masing-masing uji Hausman adalah lebih besar dari taraf signifikasi sebesar 5% (nilai Probabilitas > Sig 5%), maka disimpulkan model yang terpilih adalah Random Effect Model.

4.7.3 Koefisien Determinasi

Nilai t tabel diperoleh dari ($df=n-k$), dengan prob 0,05. Nilai n, adalah banyaknya observasi dan nilai k adalah banyaknya variabel. Nilai t tabel diperoleh dari $df = 444 - 10 = 434$. Maka nilai t tabel adalah 1,96547051. Nilai F Tabel : ($df1 = k - 1$), ($df2 = n - k$). Nilai $df1 = 10 - 1 = 9$, dan nilai $df2 = 444 - 9 = 435$. Maka F tabel yang diperoleh adalah 1,9015581. Kesimpulan dari hasil uji f, adalah bahwa variabel independen berpengaruh secara simultan. Sedangkan hasil koefisien determinasi adalah seperti yang ditunjukkan pada tabel 4.7 di bawah ini:

Tabel 4.10 Koefisien Determinasi

Variabel	Adjusted R-squared	Kesimpulan
DER	0.177358	Variabel DER dapat dijelaskan oleh variabel independen hanya sebesar 17%, 83% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain di luar model.

Sumber: data diolah, 2018

4.8 Kesimpulan Hasil Regresi Data Panel dan Uji Hipotesis

Tabel 4.11
Kesimpulan Hasil Uji Regresi & Uji Hipotesis

Variabel			
INTERS EPT	Coefficient	0.847357	
	t-Statistic	0.522424	
MULTI		0.097459	
		0.213200	
KEPM		0.000723	
		0.001654	
UNCT		0.124052	
		0.223589	
ETR		0.483652	
		1118903	
GROWPRO		-0.009093	
		-140909	
ROA		0.115819	
		3485694	
SIZE		0.041497	
		0.410615	
CR		-0.280006	
		-2601299	
CINT		0.071421	
		0.201852	
INVINT		0.037592	
		0.127680	
Adj R Square		0.177358	
F Statistic		1.961405*	

Sumber data: diolah 2018

Berdasarkan tabel di atas, menunjukkan bahwa pengaruh variable independen yang memiliki korelasi positif terhadap struktur modal adalah Multinationality, Kepemilikan Manajerial, Uncertainty tax, effective tax rate, ROA, size, intensity capital, dan inventory intensity, sedangkan variabel yang memiliki korelasi negatif dengan variabel dependen adalah pertumbuhan laba dan current ratio.

4.8.1 Pembahasan Uji Hipotesis

Korelasi positif yang ditunjukkan oleh hasil regresi atas variabel MULTI selaras dengan hasil penelitian yang diperoleh James (2016). Hasil ini juga sesuai dengan literatur pendukung yang disusun oleh Denis (2012), Frank (2009), Binsbergen (2010). Perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia yang memiliki karakteristik multinasional, korelasi yang positif dengan debt to equity ratio sebagai proxy pengukuran struktur modal, terbukti bahwa nilai Coefficient sebesar 0.097459. Hal ini

dapat terjadi sebab karakter multinationality memungkinkan mereka untuk meraih keuntungan yang lebih besar dari nilai beban bunga yang dapat dikurangkan, dengan memanfaatkan perbedaan tarif pajak antar yurisdiksi perpajakan. Hal yang menjadi motivasi perusahaan multinasional lebih memanfaatkan struktur modal dalam manajemen keuangannya karena pajak. Perusahaan multinasional sengaja menaikkan hutang untuk meningkatkan nilai perusahaan dilihat dari perspektif pajak, karena dengan hutang tinggi akan beban pajak juga semakin berkurang yang disebut sebagai struktur modal optimal.

Selanjutnya, perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerial cenderung akan mengontrol segala kebijakan manajemen keuangan, dan secara langsung memiliki wewenang dalam pengambilan keputusan terutama mengenai proporsi pendanaan perusahaan. Melihat kondisi tersebut, perusahaan multinasional dengan kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan nilai coefficient antara kepemilikan manajerial terhadap struktur modal sebesar 0.000723. Hasil tersebut berarti setiap adanya kenaikan dan penurunan nilai perusahaan berdasarkan struktur modal dapat dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial secara langsung.

Saat perusahaan Indonesia memperoleh pinjaman baik dari eksternal perusahaan maupun internal perusahaan (pemegang saham), maka pertimbangan-pertimbangan sebagai dasar pengambilan keputusan ditentukan langsung oleh kepemilikan manajerial terlepas dari ada tidaknya hubungan istimewa antara pemberi pinjaman dan perusahaan. Hasil ini selaras dengan penelitian De Jong (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki peranan penting dalam mengatur proporsi hutang dan modal untuk kegiatan operasional maupun non operasional perusahaan.

Uncertainty tax dengan struktur modal memiliki arah positif, dengan nilai coefficient 0.124052. Hasil Penelitian ini selaras dengan hasil penelitian yang diperoleh Taylor (2013), Desai dan Dharmapala (2006) dan Slemrod, 2004. Austin dan Wilson (2015) memberikan argumen bahwa perusahaan yang memiliki laporan keuangan yang tidak menjelaskan secara detail mengenai pelaporan pajak, cenderung perusahaan memiliki struktur modal yang tinggi atau bisa disebut proporsi hutang lebih tinggi dibandingkan modal atas ekuitas sendiri. Saat perusahaan Indonesia mengungkapkan ketidakpastiannya dalam menentukan nilai pajak akibat berada dalam proses hukum dengan otoritas perpajakan, secara tidak langsung struktur modal pun akan berpengaruh.

Effective tax rate dengan struktur modal memiliki hubungan yang positif, terbukti dengan nilai coefficient sebesar 0.124052. Perusahaan Indonesia yang dikenakan tarif pajak efektif yang lebih tinggi cenderung memiliki rata-rata debt to equity ratio yang lebih besar, yang memberikan indikasi bahwa perusahaan Indonesia menggunakan kesempatan untuk dapat mengurangi beban bunga dengan nilai yang lebih tinggi saat mereka menerima pinjaman dari kreditur yang berada di yurisdiksi perpajakan dengan tarif pajak yang lebih rendah.

Pertumbuhan laba memiliki korelasi negatif dengan struktur modal. Hal ini mendukung hipotesis awal, dimana pertumbuhan laba berpengaruh negative terhadap struktur modal. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Graham (2002) yang menyatakan bahwa variabel pertumbuhan laba berpengaruh negative terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa dengan semakin bertumbuhnya laba perusahaan, maka hutang juga akan semakin menurun. Perusahaan dengan pertumbuhan laba meningkat menggambarkan bahwa perusahaan mampu melakukan pendanaan yang bersumber dari internal pendanaan dan meminimalisir hutang perusahaan.

Return on Asset memiliki pengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal, terbukti dengan nilai coefficient 0.115819 dan probabilitas sebesar $0.0007 < 0.05$. Tingginya nilai ROA menyebabkan performa perusahaan semakin bagus, sehingga besarnya nilai profitabilitas akan mempengaruhi tindakan yang diambil oleh perusahaan. Manajemen mempertimbangkan tersedianya segala informasi dari nilai profitabilitas, dan mempertimbangkan implikasi tindakan yang diambil termasuk tindakan untuk melakukan hutang. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Zhang dkk., 2012), yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi berpengaruh signifikan positif terhadap kemungkinan terhadap struktur modal.

Sedangkan, untuk variabel ukuran perusahaan (SIZE), capital intensity ratio (CINT) dan inventory intensity ratio (INVINT) memiliki korelasi positif, namun tidak signifikan. Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan besar lebih mampu dalam melakukan manajemen keuangan untuk kegiatan operasional perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaannya, maka transaksi yang dilakukan akan semakin kompleks. Perusahaan besar yang diukur berdasarkan total aset akan mengungkapkan informasi yang lebih besar untuk menarik minat masyarakat sehingga pandangan masyarakat terhadap perusahaan tersebut terkesan baik.

Jadi hal itu memungkinkan perusahaan cenderung akan melakukan praktik struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan dan menarik investor. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Badoer (2016) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal.

Variabel capital intensity ratio dan inventory intensity ratio berpengaruh secara tidak signifikan terhadap struktur modal. Menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai asset tetap yang tinggi cenderung menanggung beban pajak yang tinggi, sehingga perusahaan sebisa mungkin akan berusaha untuk meningkatkan hutangnya guna mengurangi beban pajak perusahaan. Hal ini dikarenakan beberapa perusahaan mempunyai asset tetap yang sudah habis manfaat ekonomisnya tetapi tidak dihentikan pengakuannya. Adanya perlakuan terhadap biaya penyusutan terhadap asset tetap dapat mempengaruhi perhitungan jumlah pajak yang ditanggung perusahaan. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian D'Mello (2013) yang menyatakan bahwa variabel capital intensity ratio berpengaruh secara tidak signifikan terhadap struktur modal.

Variabel inventory intensity ratio berpengaruh secara tidak signifikan terhadap struktur modal. Besarnya Intensitas persediaan dapat menimbulkan biaya tambahan antara lain adanya biaya penyimpanan dan biaya yang timbul akibat adanya kerusakan barang dan hal itu akan menyebabkan menurunnya laba yang diperoleh perusahaan. Hal ini yang menyebabkan rasio intensitas persediaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

5. KESIMPULAN

- Perusahaan multinasional memiliki korelasi yang positif dengan *debt to equity ratio* sebagai proxy pengukuran struktur modal, terbukti bahwa nilai *Coefficient* sebesar 0.097459.
- kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap stuktur modal dengan nilai *coefficient* antara kepemilikan manajerial terhadap struktur modal sebesar 0.000723.
- Uncertainty tax dengan struktur modal memiliki arah positif, dengan nilai *coefficient* 0.124052.
- Return on Asset memiliki pengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal, terbukti dengan nilai *coefficient* 0.115819 dan probabilitas sebesar $0.0007 < 0.05$.
- ukuran perusahaan (*SIZE*), *capital intensity ratio* (CINT) dan *inventory intensity ratio* (INVINT) memiliki korelasi positif, namun tidak signifikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Anita, Handayani, I Made Sudana. 2013. Struktur Modal Perusahaan Multinasional dan Perusahan Domestik Serta Faktor Penentu: Perbandingan Di Negara Maju dan Negara Berkembang. Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga, Surabaya
- Arun, Haque, Faizul. Thankom Gopinath, Kirkpatrick, Colin. 2009. Corporate governance and capital structure in developing countries: a case study of Bangladesh. In: *Applied Economics* 43, 6, pp. 673-681. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/00036840802599909>
- Badoer, D., James, C., 2016. The determinants of long-term corporate debt issuances. *J. Financ.* 71, 457–492.
- Bas, Tugba, Gulnur Muradoglu, and Kate Phylaktis. 2009. Determinants of Capital Structure in Developing Countries. *American Economic Review* 88, 559-587
- Bhaduri, Saumitra N, 2009. “Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector”. *Applied Financial Economics*. Vol.12. pp.655-665.
- Binsbergen, V., Jules, H., Graham, J.R., Yang, J., 2010. The cost of debt. *J. Financ.* 65 (6), 2089–2136.
- Bradley, M., Jarrell, G., Kim, E., 1984. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *J. Financ.* 39, 857–878
- Bringham & Houston, 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Buku 2, Jakarta : Salemba Empat.
- De Jong, A.; R. Kabir; and T. T. Nguyen. “Capital Structure around theWorld: the Roles of Firm- and Country-Specific Determinants.” *Journal of Banking and Finance*, 32 (2008), 1954–1969.
- Denis, D., McKeon, S.B., 2012. Debt financing and financial flexibility: evidence from pro-active leverage increases. *Rev. Financ. Stud.* 26, 1897–1929
- Denis, D., McKeon, S.B., 2012. Debt financing and financial flexibility: evidence from pro-active leverage increases. *Rev. Financ. Stud.* 26, 1897–1929
- D'Mello, R., Guskin, M., 2013. Are the benefits of debt declining? The decreasing propensity of firms to be adequately levered. *J. Corp. Finan.* 29, 327–350

DETERMINANT OF CAPITAL STRUCTURE ON MULTINATIONALITY COMPANY IN INDONESIA

- D'Mello, Ranjan, Mark Gruskin, Manoj Kulchania. 2018. Shareholders valuation of long-term debt and decline in firms' leverage ratio. *Journal of Corporate Finance* 48, 352–374
- Fama, E., French, K., 1998. Taxes, financing decisions, and firm value. *J. Financ.* 53, 819–843
- Fan, Joseph P. H., Sheridan Titman, and Garry Twite. 2012. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS* Vol. 47, No. 1, Feb. 2012, pp. 23–56
- Frank, M., Goyal, V., 2009. Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financ. Manag.* 38 (1), 1–37
- Graham, J., Harvey, C., 2002. How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? *J. Appl. Corp. Finance* 15 (Spring), 8–23.
- Hadianto, B., & Tayana, C. (2010). Pengaruh Risiko Sistematis, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Pertambangan: Pengujian Hipotesis Static-Trade Off. *Jurnal Akuntansi*, 2 (1), 15-39
- Jensen G.R., Solberg D.P., and Zorn T.S. 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (27), Page 247-263
- Liang, Jian. Liu Fang Li. Han-Suck Song. 2014. An explanation of capital structure of China's listed property firms. *Property Management*, Volume: 32 Issue: 1,
- Manninen, Joonas. 2017. Estimating the impact of corporate income tax changes to public companies' capital structure inside European Union. *Journal of Financial Economics*. 13 (2): 187–221
- Mc.Cue, Michael J. and Yasar A. Ozcan, 1992. "Determinants of Capital Structure", *Journal of Healthcare Management*, 37,3, p. 333.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller. (1963). "Taxes and the Cost of Capital: A Correction". *American Economic Review*. 53. Pp.433-43.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297
- Myers, S. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *Jurnal Keuangan*. Vol.39, July 1984.
- Myers, S. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *Jurnal Keuangan*. Vol.39, July 1984.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S Majluf, 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*. Vol 13. pp.187-221.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S Majluf, 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*. Vol 13. pp.187-221.
- Rachmawardani, Yulinda. 2007. Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Risiko Bisnis, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan. Tesis Universitas Diponegoro. Tidak dipublikasikan,
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales, 1995, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Riyanto, Bambang. 2010. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE-UGM

*DETERMINANT OF CAPITAL STRUCTURE ON MULTINATIONALITY
COMPANY IN INDONESIA*

Santika, Rista Bagus. 2011. Menentukan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Nopember, Hal: 172 - 182 Vol. 3, No. 2 ISSN :1979-4878