



Terbit online pada laman web jurnal : jkaa.bunghatta.ac.id

JURNAL KAJIAN AKUNTANSI DAN AUDITING

| ISSN (print) : 1907-2473 | E-ISSN 2721-8457 |



PRILAKU PENDANAAN DAN RESIKO KEBIJAKAN PADA PERUSAHAAN KELAUTAN DIBURSA EFEK INDONESIA

Asmaul Husna, Myrna Sofia

Fakultas Ekonomi, Universitas Maritim Raja Ali Haji , Indonesia

Informasi Artikel

Diterima : 25 Mei 2020
Review Akhir : Agustus 2020
Diterbitkan online : Januari 2021

Kata Kunci

Debt, Capital, Actual, Financing, EPU, Political Risk

Korespondensi

E-mail: asmaulhusna@umrah.ac.id

Abstract:

This study aims to determine the risk of policies, company-specific characteristics that have an impact on the behavior of marine company financing in Indonesia. Samples were obtained using purposive sampling and obtained 16 samples of Marine companies that were Listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2015-2018 Period. The data in this study were processed using the Stata 14.0 application. And the estimation method in this research is to use the random effect method. The results of this study for the independent variable risk policy consisting of EPU (economic policy uncertainty) and GPR (political risk) do not affect all types of funding, both debt, capital and actual financing. While the independent variable IOS has no significant effect on the three types of financing used, and cash flow variable has a significant effect on debt financing and actual financing while capital financing does not. Sales growth has a significant effect on the type of debt financing at alpha 5%, while actual financing has a significant effect on alpha 10% and has no effect on capital financing.

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor resiko kebijakan, karakteristik spesifik perusahaan terhadap perilaku pembiayaan pada perusahaan Kelautan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah sampel terdiri dari 16 perusahaan yang terdaftar berturut-turut dari 2015-2018. Data dalam penelitian ini diolah menggunakan aplikasi stata 14.0. Dan metode estimasi dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode random effect method. Adapun hasil penelitian ini untuk variable independen *policy risk* yang terdiri dari EPU (*economic policy uncertainty*) maupun GPR (*political risk*) tidak berpengaruh untuk semua jenis pendanaan, baik *debt*, *capital* maupun *actual financing*. Sementara untuk variable independen IOS tidak berpengaruh signifikan terhadap ketiga jenis pembiayaan yang digunakan, dan variable *cash flow* memiliki pengaruh yang signifikan pada pembiayaan *debt* dan *actual financing* namun *cash flow* tidak berpengaruh *capital*. *Sales growth* berpengaruh signifikan terhadap jenis pembiayaan *debt* pada alpa 5%, sementara *actual financing* berpengaruh signifikan pada alpa 10% dan tidak berpengaruh terhadap *capital financing*.

Kata Kunci : Hutang, Modal, Aktual, Pembiayaan, EPO, Resiko Politik

PENDAHULUAN

Penelitian yang berkaitan dengan perilaku pembiayaan dalam suatu perusahaan telah banyak dilakukan oleh beberapa ahli, tetapi implikasinya hanya pada manajemen perusahaan dan kinerja perusahaan serta untuk ekonomi secara keseluruhan (Seo and Chung 2017; Karpavičius and Yu, 2019). Strategi pembiayaan di dalam perusahaan bisa dilakukan berdasarkan jenis pembiayaan. Adapun jenis pembiayaan bisa diperoleh dari hutang (*eksternal*) dan pembiayaan dari modal perusahaan.

Penelitian yang mempertimbangkan faktor eksternal maupun internal perusahaan dalam mempengaruhi perilaku pembiayaan suatu perusahaan telah dilakukan oleh Lee et al (2020). Penelitian ini mengkaji pengaruh factor resiko kebijakan, faktor karakteristik perusahaan dan level country terhadap perilaku pembiayaan perusahaan kelautan yang listed di bursa efek Indonesia periode 2015-2018 di Indonesia. Faktor resiko kebijakan yang dikaji meliputi economic policy uncertainty dan resiko politik. Faktor karakteristik perusahaan yang diteliti meliputi aliran kas, kesempatan berinvestasi, pertumbuhan penjualan dan faktor level country yang diteliti meliputi perubahan inflasi dan perubahan GDP. Penelitian ini juga menguji variabel control yang terdiri dari ukuran perusahaan, profitabilitas, inflasi dan GDP. Perilaku pembiayaan diprosikan dengan hutang (*debt*), modal (*capital*) dan *actual financing*. Berbeda dengan penelitian sebelumnya pada penelitian ini menggunakan parameter price book value (PBV) sebagai alat/instrument untuk mengukur investment opportunity set (IOS).

Menurut Baker et al., (2016) faktor ketidakpastian kebijakan ekonomi merupakan faktor yang perlu diperhatikan terkait perilaku pembiayaan. Dalam kebijakan tersebut berita terkait kebijakan yang tidak pasti, kedarluasan peraturan pajak dan dispersi pada ramalan ekonomi, yang meliputi berbagai ketidakpastian terkait kebijakan. Juga ada pengakuan resiko *geopolitical* yang tidak tentu dan kebijakan terkait resiko politik merupakan factor yang sama pentingnya mempengaruhi siklus bisnis dan kinerja pasar perusahaan (Antonakakis et al). Baru-baru ini dikembangkan indek resiko geopolitik (*Geopolitical risk*)/GPR Caldara dan Iacoviello (2018) dan Internasional Indeks *Country Risk Guide/ICRG*) yang juga memberikan langkah-langkah tepat terkait resiko kebijakan.

Studi sebelumnya tentang keputusan pembiayaan perusahaan telah menjadi konsentrasi utama pada pasar modal di negara-negara industri barat atau maju. Berfokus pada perusahaan-perusahaan AS non-keuangan selama 1993-2003, misalnya, Baum et al. (2009) menilai pengaruh ketidakpastian makroekonomi dan idiosinkratik yang tidak pasti terhadap keputusan leverage dan menyimpulkan bahwa leverage berkurang dengan adanya ketidakpastian. Menggunakan dataset besar pada perusahaan non-keuangan AS selama 1950-2003, Frank dan Goyal (2009) mengevaluasi pentingnya faktor tingkat perusahaan dan negara dalam kegiatan pembiayaan, menunjukkan hasil bahwa pembiayaan perusahaan berkurang dengan laba dan meningkatkan ukuran perusahaan dan inflasi yang diharapkan. Qiu dan La

(2010) mengeksplorasi tingkat perusahaan menyebabkan structure modal pada perusahaan Australia selama periode 1992-2006 dan menemukan bahwa utang berkurang karena adanya profitabilitas. Namun, relatif sedikit perhatian diberikan pada transisi ekonomi. Dari aspek kelembagaan, kontrol pemerintah dan kekuatan politik di ekonomi transisi memiliki pengaruh signifikan terhadap perilaku financing perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1992). Lee et al (2020) juga telah melakukan penelitian yang juga mengyertakan variable internal maupun eksternal terhadap perilaku pendanaan.

LITERATUR REVIEW DAN HIPOTESIS

Karakteristik perusahaan mempengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan. Dengan ukuran perusahaan, peluang investasi, kesempatan bertumbuh, kapasitas penjualan berkaitan erat dengan pembiayaan perusahaan. Hal ini terdapat pada teori struktur modal konvensional, teori trade-off (Miller, 1977), teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976), dan teori pecking order (Myers, 1984; Myers dan Mailuf, 1984). Teori pecking order juga menunjukkan bahwa perusahaan yang cukup besar cenderung lemah dalam menghadapi masalah asimetri informasi. Ukuran perusahaan berpengaruh positif pada pembiayaan perusahaan. (Rajan dan Zingales, 1995; Islam and Khandaker, 2016; Pindado et al., 2017; Dang et al., 2018; Karpavičius dan Yu, 2019). Pengaruh growth opportunity pada teori agensi mengasumsikan bahwa utang dianggap sebagai perangkat disiplin yang efektif untuk mengurangi perilaku oportunistik dan mengurangi konflik manajer dengan pemegang saham.

Untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan perusahaan yang dibatasi dan investasi opportunity yang kecil, kelebihan arus kas bebas dapat menyebabkan masalah yang bisa mengakibatkan kerugian dan moral hazard. Lee et al (2020). Dalam hal ini, penggunaan utang dapat mengurangi potensi biaya keagenan (Kayo dan Kimura, 2011). Pecking order theory mengindikasikan bahwa tingginya pertumbuhan perusahaan dengan pembatasan sumber daya internal cenderung menggunakan hutangnya untuk kesempatan berinvestasi. (Kayo dan Kimura, 2011). Berdasarkan argument tersebut growth opportunity bisa berpengaruh positif maupun negative dengan sumber pembiayaan. Beberapa paper sebelumnya memiliki korelasi negatif (misalnya, Billett et al., 2007; Frank dan Goyal, 2009), sementara yang lain mendukung hubungan positif (misalnya, Gupta, 1969; Dewally dan Shao, 2014; Pindado et al., 2017; Chang et al., 2019; Karpavičius dan Yu, 2019; Liu dan Zhang, 2019). Menurut Lee et al (2020), teori trade-off berpendapat bahwa profitabilitas perusahaan yang tinggi cenderung akan mengalami tingkat kebangkrutan yang lebih rendah. Karena levered dalam hal manfaat perisai pajak (Jensen, 1986; Frank dan Goyal, 2003). Berbeda dengan teori pecking order bahwa profitabilitas perusahaan yang menggunakan dana internal akan mengurangi leverage. Lee et al (2020). Banyak bukti empiris menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap pembiayaan perusahaan (Rajan dan Zingales, 1995; de Jong et al., 2008; Kayo dan Kimura, 2011; Karpavičius dan Yu, 2017; Pindado et al., 2017; Dang et al., 2018; Chang et al., 2019).

Di satu sisi, perusahaan beroperasi pada berbagai fase siklus bisnis yang biasanya memiliki perilaku pembiayaan yang berbeda (Korajczyk dan Levy, 2003; Halling et al., 2016). Di sisi lain, variable ekonomi makro digunakan untuk memperoleh pengaruh kondisi ekonomi yang bervariasi terhadap perilaku pembiayaan perusahaan (Baum et al., 2009; Frank dan Goyal, 2009; Dewally dan Shao, 2014; Karpavičius dan Yu, 2017).

Studi sebelumnya tentang keputusan pembiayaan perusahaan telah menjadi konsentrasi utama pada pasar modal di negara-negara industri barat atau maju. Berfokus pada perusahaan-perusahaan AS non-keuangan selama 1993-2003, misalnya, Baum et al. (2009) menilai pengaruh ketidakpastian makroekonomi dan idiosinkratik yang tidak pasti terhadap keputusan leverage dan menyimpulkan bahwa leverage berkurang dengan adanya ketidakpastian. Menggunakan dataset besar pada perusahaan non-keuangan AS selama 1950-

2003, Frank dan Goyal (2009) mengevaluasi pentingnya faktor tingkat perusahaan dan negara dalam kegiatan pembiayaan, menunjukkan hasil bahwa pembiayaan perusahaan berkurang dengan laba dan meningkatkan ukuran perusahaan dan inflasi yang diharapkan. Qiu dan La (2010) mengeksplorasi tingkat perusahaan menyebabkan structure modal pada perusahaan Australia selama periode 1992-2006 dan menemukan bahwa utang berkurang karena adanya profitabilitas. Namun, relatif sedikit perhatian diberikan pada transisi ekonomi. Dari aspek kelembagaan, kontrol pemerintah dan kekuatan politik di ekonomi transisi memiliki pengaruh signifikan terhadap perilaku financing perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1992).

Kerangka Pemikiran



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran dan penjelasan diatas dapat diduga beberapa hipotesis, antara lain sebagai berikut :

1. Diduga Economic Policy berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
2. Diduga political risk berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
3. Diduga cash flow berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
4. Diduga Opportunity Growth berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
5. Diduga Growth Sales berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
6. Diduga profit berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
7. Diduga size berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
8. Diduga GDP berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
9. Diduga inflasi berpengaruh signifikan terhadap *debt financing*
10. Diduga Economic Policy berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
11. Diduga political risk berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
12. Diduga cash flow berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
13. Diduga Opportunity Growth berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
14. Diduga Growth Sales berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
15. Diduga profit berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
16. Diduga size berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
17. Diduga GDP berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
18. Diduga inflasi berpengaruh signifikan terhadap *capital financing*
19. Diduga Economic Policy berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*
20. Diduga political risk berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*
21. Diduga cash flow berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*

22. Diduga Opportunity Growth berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*
23. Diduga Growth Sales berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*
24. Diduga profit berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*
25. Diduga size berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*
26. Diduga GDP berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*
27. Diduga Inflasi berpengaruh signifikan terhadap *actual financing*

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian dan Sumber Data

Adapun variabel, defenisi dan sumber data dalam paper ini di tabel 1 :

Tabel 1. Defenisi Operasional Variabel dan Sumber Data

Variabel	Defenisi	Sumber
<i>Actual Financing</i>	Arus pendanaan <i>actual</i> /Total asset	www.idx.co.id
<i>Debt Financing</i>	Pendanaan Hutang/Total Aset	www.idx.co.id
<i>Equity Financing</i>	<i>Equity Financing</i> /Total Aset	www.idx.co.id
<i>EPU (Economic Policy Uncertainty)</i>	Pengujian EPU dunia, Indeks tinggi berarti tinggi uncertainty	https://www.policyuncertainty.com/
<i>Political Risk</i>	Pengukuran <i>political risk</i> , o tinggi dan 1 rendah	https://www.policyuncertainty.com/
<i>Cash Flow</i>	<i>Net cash flow</i> /total asset	www.idx.co.id
<i>PBV</i>	<i>Investment opportunity</i> (nilai pasar equity/nilai buku total asset)	www.idx.co.id
<i>Sales Growth</i>	<i>Growth opportunity</i> Perubahan pada penjualan	www.idx.co.id
<i>Firms size</i>	<i>Natural Logaritma total asset</i>	www.idx.co.id
<i>Return on asset (ROA)</i>	<i>Net profit</i> /total asset	www.idx.co.id
<i>Inflation</i>	Persentase perubahan <i>consumer price indeks</i>	World Bank/BPS
<i>GDP Growth</i>	GDP growth rate	World Bank/BPS

Populasi

Menurut Sugiyono (2016:148), Populasi dalam paper ini adalah perusahaan dibidang kelautan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2015-2018.

Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam paper ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu teknik *sampling* yang penentuan sampel dengan pertimbangan atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2016:85).

Tabel 2. Sampel Penelitian

No	Kriteria Sampel	Jumlah
1	Perusahaan bidang kelautan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) Tahun 2015-2018	35
2	Menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember secara konsisten dari Tahun 2015-2018.	(2)
3	Memperoleh laba selama periode penelitian.	(17)
Jumlah Sampel		16
Total Observasi (9x4)		64

Sumber : Diolah oleh peneliti, 2019

Teknik Analisis Data

Riset ini menggunakan teknik data panel atau *pooled data*, dengan mengkombinasi anatar deret waktu/*time series* dengan *cross section* data. Teknik untuk menjawab pertanyaan penelitian dalam paper ini yaitu dengan menggunakan regresi data panel. Data diolah dengan menggunakan aplikasi Stata.14.

Metode Estimasi Regresi Data Panel

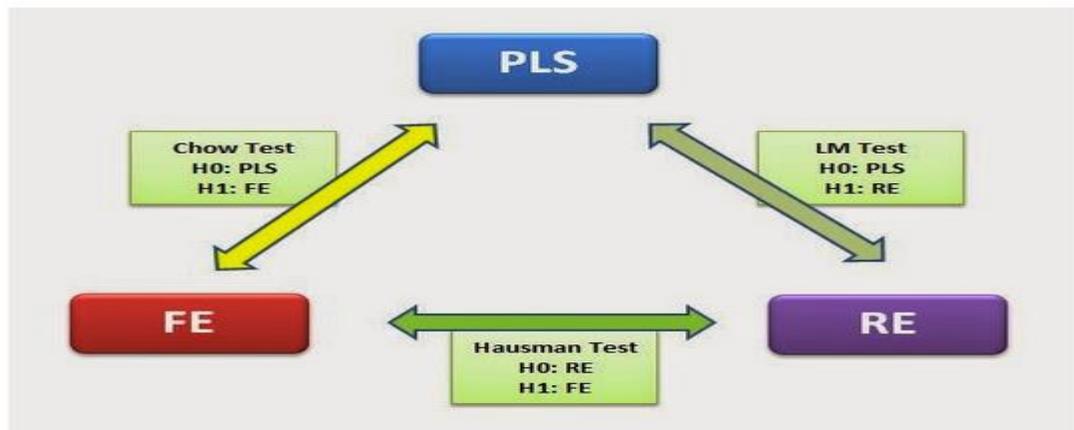
Untuk menjawab pertanyaan penelitian terlebih dahulu dilakukan Pemilihan Model Estimasi Data Panel, apakah metode *common effect*/PLS, *fixed effect* atau *random effect* yang akan digunakan. Menurut, Nachrowi (2006, 318), pemilihan metode *Fixed Effect* atau metode *Random Effect* dapat dilakukan dengan pertimbangan tujuan analisis, atau ada pula kemungkinan data yang digunakan sebagai dasar pembuatan model, hanya dapat diolah oleh salah satu metode saja akibat berbagai persoalan teknis matematis yang melandasi perhitungan.

Tahapan Pemilihan Model Estimasi

Pemilihan model yang paling tepat harus melalui beberapa tahapan pengujian yang dapat dilakukan, antara lain:

1. **Uji Chow**
Apabila Hasil, H0: Pilih PLS (CE), H1: Pilih FE (FE)
2. **Uji Hausman**
Apabila Hasil: H0: Pilih RE, H1: Pilih FE
3. **Uji Lagrange Multiplier**
Apabila Hasil: H0: Pilih PLS, H1: Pilih RE

Dari ketiga uji untuk menentukan Metode Estimasi di atas, digambarkan dalam grafik di bawah ini:



Gambar 2. Penentuan Metode Estimasi

Uji Asumsi Klasik

Dalam menggunakan data panel, data yang digunakan lebih informatif variabilitasnya lebih besar, kolineariti yang lebih rendah diantara variabel dan banyak derajat bebas (*degree of freedom*) dan lebih efisien (Hariyanto, 2005). Panel data dapat mendeteksi dan mengukur dampak dengan lebih baik dimana hal ini tidak bisa dilakukan dengan metode *cross section*

maupun *time series*. Panel data memungkinkan mempelajari lebih kompleks mengenai perilaku yang ada dalam model sehingga pengujian data panel tidak memerlukan uji asumsi klasik (Gujarati, 1992).

Uji Statistik

Adapun model yang digunakan dalam paper ini adalah sebagai berikut:

$$DF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 PR_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 IOS_{i,t} + \beta_4 SG_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \delta M_{i,t} + \mu_i, t \dots \text{Model I}$$

$$CF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 PR_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 IOS_{i,t} + \beta_4 SG_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \delta M_{i,t} + \mu_i, t \dots \text{Model II}$$

$$AF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 PR_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 IOS_{i,t} + \beta_4 SG_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \delta M_{i,t} + \mu_i, t \dots \text{Model III}$$

Keterangan :

AF_{it} : *Actual Financing* pada perusahaan i pada waktu t

DF_{it} : *Debt Financing* pada perusahaan i pada waktu t

CF_{it} : *Capital Financing* pada perusahaan i pada waktu t

PR_{it} : *Policy Risk (Economic policy uncertainty & Political Risk)* perusahaan i pada waktu t

CF_{it} : *Cash Flow* perusahaan i pada waktu t

IOS_{it} : *Investment opportunity* perusahaan i waktu t

SG_{it} : *Sales Growth/Growth opportunity* perusahaan i pada waktu t

X_{it} : Variabel control karakteristik perusahaan (*Size, ROA*)

M_{it} : Variabel control Level country (*GDP dan Inflation*)

α_i : Konstanta perusahaan i

$\beta_{1,2,3,4}$: Koefisien regresi variable independen

γ : Koefisien variable control karakteristik perusahaan

δ : Koefisien variable control level country

π : error

Pengujian Hipotesis

Dalam melakukan estimasi dalam model penelitian menggunakan aplikasi STATA 14.0, dengan menggunakan beberapa pengujian, antara lain sebagai berikut:

a. Uji Signifikansi Simultan (**F**)

Penggunaan uji F dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi atau melihat adanya pengaruh antara variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependen dalam model pada tingkat signifikansi tertentu

b. Uji Signifikansi Parsial (**t**)

Penggunaan uji t dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi atau melihat adanya pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen secara individu atau secara masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dalam model pada tingkat signifikan tertentu

c. Koefisien Determinasi (**R²**) / *Goodness of fit*

Untuk menguji fit atau tidaknya model yang digunakan. Maka digunakan uji determinasi atau goodness of fit (R^2), angka goodness of fit antara 0 dan 1, jika mendekati 1 berarti semua variable independen yang digunakan dalam penelitian ini mampu menjelaskan variable dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada riset ini variable dependen yaitu *Behavior Corporate Financing/prilaku pendanaan perusahaan* dilihat melalui 3 variabel yaitu DF (*Debt Financing*), CF (*Capital Financing*), dan AF (*Actual Financing*).

Untuk Variabel Independen/Interest ada lima: 1. Risk Policy ; a. EPU (*Economic Policy Uncertainty*), GPR (*Political Risk*), 2. Cash Flow, 3. IOS (*Investment Opportunity Set*) dan 4. Sales Growth. Dan ada 4 variabel control baik dilihat dari kinerja perusahaan maupun factor makro ekonomi, yaitu : 1. Size (Ukuran Perusahaan), 2. ROA (*Return On Aset*), 3. GDP (*Gross Domestic Product*) dan 4. Inflasi

Deskriptive Statistik

Adapun hasil output dari pengolahan data statistic descriptive adalah sebagai berikut:

Tabel 3. Deskriptive Statistik

No	Variabel	Mean	No	Variabel	Mean
1	<i>Debt Financing</i> (DF)	2.995313	7	Investment Opportunity Set (IOS)	1.257449
2	<i>Capital Financing</i> (CF)	2.769014	8	Sales Growth (SG)	0.0455787
3	<i>Actual Financing</i> (AF)	5.764327	9	Ukuran Perusahaan (Size)	28.80181
4	<i>Economic policy uncertainty</i> (EPU)	1.384146	10	Return On Asset (ROA)	0.0461963
5	Political Risk (GPR)	0.593726	11	GDP	5.037017
6	Cash Flow	0.0298669	12	Inflasi	0.0423

Dari hasil pengujian descriptive statistic pada table 4.3 diperoleh informasi bahwa ada 64 observasi dimana terdapat 16 perusahaan yang diteliti selama 4 tahun. Sumber pendanaan perusahaan antara lain yang berseumber dari *debt financing* dan *capital financing* diperoleh informasi bahwa dilihat dari nilai mean/rata-rata *debt financing* lebih besar dibandingkan *capital financing* ($2.995313 > 2.769014$) hal ini mengidentifikasikan bahwa rata-rata perusahaan yang diteliti menggunakan *financing* dalam bentuk *debt* lebih banyak dibandingkan dalam bentuk *capital financing*. Sementara data *actual financing* merupakan penjumlahan antara *debt financing* dengan *capital financing*. Untuk data *Economic policy uncertainty* dengan nilai mean sebesar 1.38414, dimana selama periode penelitian yaitu 4 tahun nilai rata-rata tingkat ketidakpastian economic 1.38%, hal ini mengidentifikasikan nilai yang kurang baik karena yang kita harapkan nilai EPU itu kecil. Begitu juga untuk nilai GPR (*Political Risk*) dimana nilai rata-rata sebesar 0.593726 atau 59,37% nilai ini memiliki nilai menengah artinya tidak rendah dan juga tidak tinggi. Cash flow secara keseluruhan memiliki nilai rata-rata sebesar 0.0298669 dalam satuan triliun. Untuk nilai Investment opportunity set (IOS) secara keseluruhan memiliki nilai sebesar 1,257449 persen, untuk nilai pertumbuhan penjualan (SG) rata-rata memiliki nilai 0.0455787 atau sekitar 4,5%, untuk ukuran perusahaan (size) rata-rata ukuran perusahaan yang diukur dengan menggunakan natural logaritma untuk seluruh perusahaan rata-rata memiliki nilai 28.80181. Untuk nilai return on asset (ROA) nilai rata-rata secara keseluruhan bernilai 0.0461963 atau 4,61963%. Untuk GDP bernilai 5.037017 persen dan nilai inflasi nilai rata-rata sebesar 0.0423 atau 4.23%.

Hasil Pengujian Estimasi Model Data Panel

Pada persamaan pertama terlebih dahulu dilakukan uji Chow, dari hasil uji Chow diperoleh nilai prob $0.000 < 0.05$ berarti H_0 ditolak dan H_a diterima artinya model menggunakan fixed effect, tahap selanjutnya dilakukan uji hausman diperoleh nilai prob $0.8872 > 0.05$ sehingga menolak H_a dan menerima H_0 yaitu model menggunakan Random effect, karena adanya ketidakkonsistenan hasil maka dilakukan tahap selanjutnya yaitu melakukan uji langrange multiplier diperoleh nilai prob $0.000 < 0.05$ sehingga menolak H_0 dan menerima H_a sehingga model yang digunakan untuk persamaan pertama adalah random effect.

Untuk persamaan II pada saat melakukan uji chow diperoleh nilai prob sebesar $0.000 < 0.05$ Ha diterima Ho gagal diterima sehingga sebaiknya model menggunakan Fixed effect, tahap selanjutnya melakukan uji Hausmann test dan diperoleh nilai sig sebesar $0.9937 > 0.05$ sehingga menolak Ha dan menerima Ho artinya sebaiknya menggunakan model Random effect, karena adanya ketidak konsistenan hasil, maka dilanjutkan uji langrange multiplier effect dimana diperoleh hasil nilai prob $0.000 < 0.05$ artinya menerima Ha dan menolak Ho kesimpulan akhirnya menggunakan random effect dalam penelitian.

Untuk persamaan ke III diperoleh informasi dari uji chow nilai prob sebesar $0.000 < 0.05$ sehingga sebaiknya menggunakan fixed effect, tetapi dilanjutkan dengan pengujian selanjutnya yaitu Hausman diperoleh nilai prob sebesar $0.9993 > 0.05$ sehingga menolak Ha dan menerima Ho, ketidakkonsistenan hasil, maka dilanjutkan uji langrange multiplier test dimana diperoleh hasil nilai prob sebesar $0.00 < 0.05$ sehingga keputusan terakhir menggunakan random effect dibandingkan fixed effect.

Jadi untuk menjawab hipotesis penelitian, riset ini menggunakan model random effect untuk semua persamaan baik persamaan I,II maupun III.

Hasil Pengujian Statistik (Uji t, F dan R²)

Hasil Pengujian Statistik Model 1 :

Hasil dari pengujian regresi untuk persamaan kedua diketahui bahwa terdapat omitted variable yaitu pada variable inflasi dan pada regresi ini langsung dikeluarkan dalam model regresi. Ada 2 variabel independen yang berpengaruh terhadap *debt financing* yaitu Cashflow dan Sales growth dengan nilai p valuenya sebesar 0.002 dan $0.037 < 0.05$. Dan 1 variable control yang mempengaruhi *debt financing* yaitu Size dimana nilai p valuenya ($0.000 < 0.05$). Nilai R-square pada persamaan diatas sebesar 0.7034 atau 70.34% , artinya variable independen dan control dalam penelitian ini mampu menjelaskan variable dependen sebesar 70.34% sisanya 29.66% dipengaruhi variable lain yang tidak diteliti. Secara simultan semua variable interes dan variable control berpengaruh terhadap variable dependen dengan nilai probability $F < 0.05$ yaitu sebesar $0.0000 < 0.05$ hal ini mengidentifikasikan modelnya bagus/fit. Berikut persamaan regresinya.

$$DF = a + b1 EPU + b2 GPR + b3CashFlow + b4 IOS + b5SG + b6SIZE + b7 ROA + b8 GDP + b9IINFLASI$$

$$DF = -101.7176 -1.860799EPU + 3.975364 GPR -0.6510045CashFlow - 0,1061971IOS + 0.9491217 SG + 2.429154 Size + 0.1878271ROA + 6.961512GDP$$

Jika variable interest dan control tetap maka nilai debt sebesar -101.7176 miliar.

Jika EPU mengalami peningkatan sebesar 1% maka DF mengalami penurunan 1.860 , jilai nilai GPR naik sebesar 1% maka nilai DF akan mengalami peningkatan sebesar 3.975364 . Jika cashflow mengalami peningkatan sebesar 1% maka nilai DF akan mengalami penurunan sebesar 0.6510045 . Jika IOS mengalami peningkatan sebesar 1% maka nilai DF akan berkurang sebesar 0.106197 , jika SG naik sebesar 1% nilai DF akan mengalami peningkatan sebesar 0.9491217 , dan Size jika mengalami peningkatan sebesar 1% maka DF akan mengalami peningkatan sebesar 2.429154 , jika ROA mengalami peningkatan sebesar 1% maka DF akan meningkat sebesar 0.1878271 , dan jika GDP meningkat sebesar 1% maka DF akan mengalami peningkatan juga sebesar 6.961512 . (Syaratnya jika semua variable independen lain yang tidak menjadi interest nilainya tetap).

Hasil Pengujian Statistik Model II

Hasil dari pengujian regresi untuk persamaan kedua diketahui bahwa masih terdapat omitted variable yaitu pada variable inflasi dan pada regresi ini langsung dikeluarkan dalam

model regresi. Tidak ada variable independen yang berpengaruh terhadap variable dependen hanya ada 2 variabel control yang berpengaruh terhadap *capital financing* yaitu size dan ROA dengan nilai p valuenya sebesar 0.000 dan $0.006 < 0.05$. Nilai R-square pada persamaan diatas sebesar 0.7764 atau 74.76%, artinya variable independen dan control dalam penelitian ini mampu menjelaskan variable dependen sebesar 74.76% sisanya 25.24% dipengaruhi variable lain yang tidak diteliti. Secara simultan semua variable interest dan variable control berpengaruh terhadap variable dependen dengan nilai probability $F < 0.05$ yaitu sebesar $0.0000 < 0.05$.

Persamaan Regresi dalam persamaan II adalah sebagai berikut:

$$CF = a + b1EPU + b2GPR + b3CASHFLOWi + b4 IOS + b5SG + b6SIZE + b7ROA + b8GDP + b9INFLASI$$

$$CF = -57.68002 + 0.266698 EPU + 0.6487768GPR - 0.01078181 CashFlow - 0.0072851 IOS - 0.2425681 SG + 1.787098 Size + 7.928469ROA + 1.559482GDP.$$

Jika variable interest dan control tetap maka nilai debt sebesar -57.68002 miliar.

Jika EPU mengalami peningkatan sebesar 1 % maka DF mengalami peningkatan sebesar 0.266698, jilai nilai GPR naik sebesar 1 % maka nilai DF akan mengalami peningkatan sebesar 0.6487768. Jika cashflow mengalami peningkatan sebesar 1% maka nilai DF akan mengalami penurunan sebesar 0.0107818. Jika IOS mengalami peningkatan sebesar 1 % maka nilai DF akan berkurang sebesar 0.0072851, jika SG naik sebesar 1% nilai DF akan mengalami peningkatan sebesar 0.2425681, dan Size jika mengalami peningkatan sebesar 1% maka DF akan mengalami peningkatan sebesar 1.787098, jika ROA mengalami peningkatan sebesar 1% maka DF akan meningkat sebesar 7.928469, dan jika GDP meningkat sebesar 1% maka DF akan mengalami peningkatan juga sebesar 1.559482. (Syaratnya jika semua variable independen lain yang tidak menjadi interest nilainya tetap).

Hasil Pengujian Statistik Model III

Hasil dari pengujian regresi untuk persamaan ketiga diketahui bahwa inflasi merupakan omitted variable dan pada regresi ini langsung dikeluarkan dalam model regresi. Dari 5 variabel independen dan 4 control. Ada 1 variable idependen yang berpengaruh signifikan terhadap variable dependen yaitu cashflow dengan nilai p value ($0.027 < 0.05$). Dan 1 variable control yang mempengaruhi *capital financing* yaitu Size dengan nilai p value (atau ukuran perusahaan hal ini dilihat dari nilai sig P value yaitu sebesar $0.000 < 0.05$. Nilai R-square pada persamaan diatas sebesar 0.7407 atau 74.07%, artinya variable independen dalam penelitian ini mampu menjelaskan variable dependen sebesar 74.07%. Secara simultan semua variable interest mempegaruhi variable control karena probability $F < 0.05$ yaitu sebesar $0.0000 < 0.05$.

Persamaan Regresi dalam persamaan III adalah sebagai berikut :

$$AF = a + b1EPU + b2GPR + b3CASHFLOWi + b4 IOS + b5SG + b6SIZE + b7ROA + b8GDP + b9INFLASI$$

$$AF = -159.8546 - 1.579486EPU + 4.672186GPR - 0.6700859 CashFlow - 0.1315773 IOS + 1.196415SG + 4.232431 Size + 8.092081ROA + 8.514288GDP$$

Jika variable interest dan control tetap maka nilai debt sebesar -159.8546 miliar.

Jika EPU mengalami peningkatan sebesar 1 % maka DF mengalami penurunan sebesar 1.579486, jilai nilai GPR naik sebesar 1 % maka nilai DF akan mengalami peningkatan sebesar 4.672186. Jika cashflow mengalami peningkatan sebesar 1% maka nilai DF akan mengalami penurunan sebesar 0.6700859. Jika IOS mengalami peningkatan sebesar 1 % maka nilai DF akan berkurang sebesar 0.1315773, jika SG naik sebesar 1% nilai DF akan mengalami peningkatan sebesar 1.196415, dan Size jika mengalami peningkatan sebesar 1% maka DF akan mengalami peningkatan sebesar 4.232431, jika ROA mengalami peningkatan sebesar 1% maka DF akan meningkat sebesar 8.092081, dan jika GDP meningkat sebesar 1% maka DF akan

mengalami peningkatan juga sebesar 8.514288. (Syaratnya jika semua variable independen lain yang tidak menjadi interest nilainya tetap).

Pembahasan

Tabel 4. Hasil Perbandingan Output Stata Uji Statistik

No	Keterangan	Model I (<i>Debt Financing</i>)	Model II (<i>Capital Financing</i>)	Model III (<i>Actual Financing</i>)
1	P value F Test	0.000	0.000	0.000
2	R Square	0.7034	0.7476	0.7395
3	P value t Test			
	Variabel Independen			
4	EPU	0.285	0.859	0.593
5	GPR	0.344	0.858	0.429
6	CASHFLOW	0.002***	0.953	0.032**
7	IOS	0.474	0.955	0.454
8	SG	0.037**	0.536	0.076*
	Variabel Kontrol			
9	SIZE	0.000***	0.000***	0.000***
10	ROA	0.955	0.006***	0.103
11	GDP	0.265	0.773	0.381
12	INFLASI	OMMITED	OMMITED	OMMITED

Note : EPU : *Economic Policy Uncertainty*, GPR : *political risk*, IOS ; *investment opportunity set*, DF ; *debt financing*, CF : *capital financing dan AF*; *Actual financing*

Dari Tabel 4 diatas diperoleh pembahasan sebagai berikut :

1. Semua model regresi yang digunakan dalam riset ini adalah fit karena berdasarkan hasil uji F ketiga persamaan menghasilkan nilai prob F sebesar $0.000 < 0.05$.
2. Hasil uji t,
 - a. Variable EPU (economic policy uncertainty) untuk ketiga model tidak terdapat pengaruh baik terhadap *debt*, *capital* maupun *actual financing*. Begitu juga untuk Variable GPR (political risk) tidak memiliki pengaruh terhadap ketiga jenis pembiayaan tersebut. Hal ini berarti ketidakpastian kebijakan ekonomi suatu negara tidak berpengaruh signifikan terhadap jenis pembiayaan perusahaan, baik itu *debt* maupun *capital financing*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Francis et al. (2014) mengungkapkan bahwa biaya hutang dipengaruhi oleh ketidakpastian politik. Lee et al. (2017b) juga menunjukkan itu ketidakpastian kebijakan mempengaruhi perilaku leverage di industri perbankan AS. Begitu juga penelitian yang dilakukan oleh Baum et al. (2009) menemukan bukti bahwa keputusan leverage perusahaan berkorelasi negatif dengan ketidakpastian
 - b. Variabel Cash Flow memiliki pengaruh yang signifikan negative terhadap *debt financing*. Hal ini berarti semakin tinggi cash flow perusahaan, aktivitas *financing* perusahaan akan semakin rendah. Karena dari data baik *debt* dan *capital* jumlah *financing*nya tidak jauh berbeda artinya semakin besar cash flow perusahaan, perusahaan akan mengurangi aktifitas untuk meminjam. Sementara pada *capital* financing tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Secara total *financing (actual financing)* memiliki pengaruh yang signifikan.
 - c. Variabel IOS (investment opportunity set) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ketiga jenis pendanaan, baik *debt*, *capital* maupun *actual*.
 - d. Variabel Sales Growth/pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan positive terhadap *debt financing* karena sales growth memberikan insentif yang lebih pada aktifitas pendanaan hutang, dengan meningkatnya jumlah sales growth atau

growth opportunity berarti kesempatan untuk melakukan pinjaman juga semakin tinggi. Sementara untuk *capital financing* tidak berpengaruh, tetapi pada *actual financing* berpengaruh pada level 10%. Adanya pengaruh yang signifikan positif sales growth terhadap debt financing dan actual financing konsisten dengan temuan hasil penelitian yang dilakukan oleh Gupta, 1969; Dewally dan Shao, 2014; Pindado et al., 2017; Chang et al., 2019; Karpavičius dan Yu, 2019; Liu dan Zhang, 2019.

- e. Variabel Size memiliki pengaruh yang sangat signifikan positif baik pada *debt*, *capital* maupun *actual financing*. Artinya ukuran perusahaan memudahkan perusahaan untuk meningkatkan aktifitas pendanaan perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan semakin tinggi aktivitas pendanaan perusahaan baik *debt* maupun *capital*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales, 1995; Islam and Khandaker, 2016; Pindado et al., 2017; Dang et al., 2018; Karpavičius dan Yu, 2019, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif pada pembiayaan perusahaan.
- f. Variabel ROA hanya berpengaruh signifikan positif terhadap *capital financing*. Artinya semakin tinggi profit yang dihasilkan perusahaan pendanaan perusahaan dalam bentuk *capital* juga akan semakin besar dan akan mengurangi pendanaan eksternal/debt. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales, 1995; de Jong et al., 2008; Kayo dan Kimura, 2011; Karpavičius dan Yu, 2017; Pindado et al., 2017; Dang et al., 2018; Chang et al., 2019 dimana profitabilitas memiliki pengaruh signifikan negative terhadap pembiayaan artinya semakin besar profitabilitas yang dihasilkan oleh perusahaan maka akan berpengaruh negative terhadap perilaku pembiayaan perusahaan.
- g. Variabel GDP tidak memiliki pengaruh yang signifikan baik terhadap *debt*, *capital* maupun *actual financing*. Artinya makro economic kondisi tidak berpengaruh terhadap aktifitas pendanaan perusahaan baik *debt* maupun *capital*. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Shleifer dan Vishny, 1992, dimana kontrol pemerintah dan kekuatan politik di ekonomi transisi memiliki pengaruh signifikan terhadap perilaku perusahaan.
- h. Variabel Inflasi pada paper ini merupakan variable omitted variable karena terjadi kolineariti sehingga harus dihapus dalam riset ini.

Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 5. Hasil Pengujian Hipotesis

No	Hipotesis	Diterima	Ditolak
1	Diduga Economic Policy berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	-	√
2	Diduga political risk berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	-	√
3	Diduga cash flow berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	√	-
4	Diduga Opportunity Growth berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	√	-
5	Diduga Growth Sales berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	√	-
6	Diduga profit/ROA berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	-	√
7	Diduga size berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	√	-
8	Diduga GDP berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	-	√

9	Diduga inflasi berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i> (omitted)	-	-
10	Diduga Economic Policy berpengaruh signifikan terhadap <i>capital financing</i>	-	√
11	Diduga political risk berpengaruh signifikan terhadap <i>capital financing</i>	-	√
12	Diduga cash flow berpengaruh signifikan terhadap <i>capital financing</i>	-	√
13	Diduga Opportunity Growth berpengaruh signifikan terhadap <i>capital financing</i>	-	√
14	Diduga Growth Sales berpengaruh signifikan terhadap <i>capital financing</i>	-	√
15	Diduga profit/ROA berpengaruh signifikan terhadap <i>debt financing</i>	-	√
16	Diduga size berpengaruh signifikan terhadap <i>capital financing</i>	√	
17	Diduga GDP berpengaruh signifikan terhadap <i>capital financing</i>	-	√
18	Diduga inflasi berpengaruh signifikan terhadap <i>capital financing</i> (omitted)	-	-
19	Diduga Economic Policy berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i>	--	√
20	Diduga political risk berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i>		√
21	Diduga cash flow berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i>	√	-
22	Diduga Opportunity Growth berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i>	-	√
23	Diduga Growth Sales berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i>	√	-
24	Diduga profit/ROA berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i>	-	√
25	Diduga size berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i>	√	-
26	Diduga GDP berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i>	-	√
27	Diduga Inflasi berpengaruh signifikan terhadap <i>actual financing</i> (omitted)	-	-

Dari table 5 diatas diperoleh informasi dari 27 hipotesis penelitian 8 yang berpengaruh signifikan.

SIMPULAN

Berdasarkan penjelasan diatas diperoleh beberapa kesimpulan :

1. Dilihat dari nilai meannya perusahaan lebih banyak menggunakan *debt*/hutang lebih besar dibandingkan *capital* sebagai sumber pendanaan. Artinya pada perusahaan yang diteliti, perusahaan cenderung menggunakan sumber dana dari eksternal dibandingkan dari internal perusahaan.
2. Semua model yang digunakan dalam riset ini adalah fit/bagus.
3. Untuk variable independen *policy risk* baik itu EPU (economic policy uncertainty) maupun GPR (*political risk*) tidak berpengaruh untuk semua jenis pendanaan, baik *debt*, *capital* maupun *actual* perusahaan.
4. Sementara untuk variable independen IOS tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ketiga jenis pembiayaan yang digunakan, variable *cash flow* memiliki

pengaruh yang signifikan pada pembiayaan *debt* dan *actual financing* sementara *capital financing* tidak. Sales growth berpengaruh signifikan terhadap jenis pembiayaan *debt* pada alpa 5%, sementara *actual financing* berpengaruh signifikan pada alpa 10% dan tidak berpengaruh terhadap *capital financing*.

5. Untuk variable control size berpengaruh terhadap semua jenis pembiayaan perusahaan baik *debt*, *capital* maupun *actual*. Untuk ROA berpengaruh signifikan hanya pada pendanaan *capital*, sementara untuk *debt* dan *actual* tidak. Sementara variable control makro yaitu GDP tidak berpengaruh terhadap ketiga jenis pembiayaan. Dan Inflasi terpaksa dibuang dalam riset ini karena omitted variable.
6. Variable interest dan control dalam penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak konsisten terhadap debt financing maupun capital financing. Hal ini menunjukkan bahwa jenis pembiayaan sangat menentukan factor apa saja yang dapat mempengaruhinya.

DAFTAR PUSTAKA

- Apergis, N., 2015. Policy risks, technological risks and stock returns: new evidence from the US stock market. *Econ. Modell.* 51, 359–365.
- Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. 2016. Measuring economic policy uncertainty. *Q. J. Econ.* 131 (4), 1593–1636.
- Baum, C.F., Stephan, A., Talavera, O., 2009. The effects of uncertainty on the leverage of nonfinancial firms. *Econ. Inq.* 47 (2), 216–225.
- Caldara, D., Iacoviello, M., 2018. Measuring Geopolitical Risk. FRB International Finance Discussion Paper No. 1222.
- Chang, X., Chen, Y., Dasgupta, S., 2019. Macroeconomic conditions, financial constraints, and firms' financing decisions. *J. Bank. Financ.* 104, 242–255.
- Cheng, C.H.J., Chiu, C.W., 2018. How important are global geopolitical risks to emerging countries? *Int. Econ.* 156, 305–325.
- Dang, C., Li, Z., Yang, C., 2018. Measuring firm size in empirical corporate finance. *J. Bank. Financ.* 86, 159–176.
- de Jong, A., Kabir, R., Nguyen, T.T., 2008. Capital structure around the world: the roles of firm- and country-specific determinants. *J. Bank. Financ.* 32 (9), 1954–1969.
- Demir, E., Ersan, O., 2017. Economic policy uncertainty and cash holdings: evidence from BRIC countries. *Emerg. Mark. Rev.* 33, 189–200.
- Dewally, M., Shao, Y., 2014. Liquidity crisis, relationship lending and corporate finance. *J. Bank. Financ.* 39, 223–239.
- Erel, I., Julio, B., Kim, W., Weisbach, M.S., 2012. Macroeconomic conditions and capital raising. *Rev. Financ. Stud.* 25 (2), 341–376.
- Francis, B.B., Hasan, I., Zhu, Y., 2014. Political uncertainty and bank loan contracting. *J. Empir. Financ.* 29, 281–286.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K., 2009. Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financ. Manag.* 38 (1), 1–37.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *J. Financ. Econ.* 60 (2–3), 187–243.
- Gujarati, Damodar. 1992. *Econometric Basic*. 3rd Edition. Singapura: Mc Graw-Hill.
- Gupta, M.C., 1969. The effect of size, growth, and industry on the financial structure of manufacturing companies. *J. Financ.* 24 (3), 517–529.
- Gupta, R., Lahiani, A., Lee, C.C., Lee, C.C. 2019. Asymmetric dynamics of insurance premium: the impacts of output and economic policy uncertainty. *Empir. Econ.* 57 (6), 1959–1978.

- Hariyanto, Bambang. 2005. *Sistem Manajemen Basis Data: Pemodelan, Perancangan, dan Terapannya*. Bandung: Informatika
- Islam, S.Z., Khandaker, S., 2015. Firm leverage decisions: does industry matter? *North Am. J. Econ. Finance* 31, 94–107.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 26 (1), 323–329.
- Kang, W., Ratti, R.A., 2013. Structural oil price shocks and policy uncertainty. *Econ. Modell.* 35, 314–319. Karpavičius, S., Yu, F., 2017. The impact of interest rates on firms' financing policies. *J. Corp. Financ.* 45, 262–293.
- Karpavičius, S., Yu, F., 2019. Managerial risk incentives and a firm's financing policy. *J. Bank. Financ.* 100, 167–181.
- Kayo, E. K., Kimura, H., 2011. Hierarchical determinants of capital structure. *J. Bank. Financ.* 35 (2), 358–371.
- Liu, G., Zhang, C., 2019. Economic policy uncertainty and firms' investment and financing decisions in China. *China Econ. Rev.* Forthcoming.
- Lee, C.C., Lee, C.C., 2018. The impact of country risk on income inequality: a multilevel analysis. *Soc. Indic. Res.* 136 (1), 139–162.
- Lee, C.C., Lee, C.C., Lien, D., 2019. Do country risk and financial uncertainty matter for energy commodity futures? *J. Futur. Mark.* 39 (3), 366–383.
- Lee, C.C., Lee, C.C., Zeng, J.H., Hsu, Y.L., 2017b. Peer bank behavior, economic policy uncertainty, and leverage decision of financial institutions. *J. Financ. Stab.* 30, 79–91.
- Miller, M.H., 1977. Debt and taxes. *J. Financ.* 32 (2), 261–275.
- Myers, S., 1984. The capital structure puzzle. *J. Financ.* 39 (3), 575–592.
- Myers, S., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *J. Financ. Econ.* 13 (2), 187–221.
- Nachrowi, N. Djalal dan Hardius Usman (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, Jakarta: LPFE Universitas Indonesia.
- Panousi, V., Papanikolaou, D., 2012. Investment, idiosyncratic risk and ownership. *J. Financ.* 67 (3), 1113–1148.
- Pástor, L., Veronesi, P., 2013. Political uncertainty and risk premia. *J. Financ. Econ.* 110 (3), 520–545. Phan, H.V., Nguyen, N.H., Nguyen, H.T., Hegde, S., 2019. Policy uncertainty and firm cash holdings. *J. Bus. Res.* 95, 71–82.
- Pindado, J., Requejo, I., Rivera, J.C., 2017. Economic forecast and corporate leverage choices: The role of the institutional environment. *Int. Rev. Econ. Financ.* 51, 121–144.
- Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? some evidence from international data. *J. Financ.* 50 (5), 1421–1460.
- Seo, S.W., Chung, H.J., 2017. Capital structure and corporate reaction to negative stock return shocks. *Int. Rev. Econ. Financ.* 49, 292–312.
- Sugiyono. 2018. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R & D*. Bandung: Alfabeta
- Widarjono, Agus, 2007. *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*, edisi kedua. Yogyakarta: Ekonisia FE Universitas Islam Indonesia
- Zhang, D., Guo, Y., Wang, Z., Chen, Y., 2019. The impact of US monetary policy on Chinese enterprises' R&D investment. *Financ. Res. Lett.* Forthcoming.
- Zhang, G., Han, J., Pan, Z., Huang, H., 2015. Economic policy uncertainty and capital structure choice: evidence from China. *Econ. Syst.* 39 (3), 439–457.