

KOMPARASI KARAKTERISTIK KEUANGAN
PERUSAHAAN INTERNASIONAL DAN PERUSAHAAN DOMESTIK
PADA SEKTOR MANUFAKTUR
YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2009-2014

Rendy Sentosa

Jurusan Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika

rendy019@rocketmail.com

Dr. Deddy Marciano, S.E., M.M

Dra. ec. Endang Ernawati, M.Si

Jurusan Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika

ABSTRACT

This research has two purposes. The first purposes is to examine the differences between multinational companies and domestic companies. The second purposes is to examine the impact of internationalization, profitability, agency cost of debt, firm's size, business risk and foreign exchange risk to the company's capital structure, which is measured by leverage. This research's objects is manufacturing companies which is listed in Indonesia Stock Exchange in 2009-2014.

Univariate test is used to examine the differences between multinational companies dan domestic companies. Univariate test shows that multinational companies have higher leverage, lower profitability, higher agency cost of debt, higher business risk and higher foreign exchange risk than domestic companies.

Multiple linear regression is used to examine the impact of independent variables to dependent variable. The equation in this research use linear and quadratic equation. The result is internationalization, firm's size and business risk has positive impact to leverage, while profitability, agency cost of debt and foreign exchange risk has negative impact to leverage. The result of quadratic model shows that internationalization has negative impact only in the first stage of internationalization, then on the next stage, internationalization has positive impact to leverage.

Keywords: Capital Structure, Internationalization, Univariate Test, Multiple Linear Regression.

PENDAHULUAN

Perdagangan internasional terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Hal ini dapat dilihat dari nilai ekspor dunia yang terus mengalami peningkatan karena adanya usaha yang dilakukan oleh pemerintah di berbagai negara untuk mengurangi hambatan perdagangan lintas negara. Berbagai perjanjian perdagangan telah dilakukan untuk mengeliminasi hambatan perdagangan seperti penyamaan regulasi dan pengurangan tarif perdagangan. Contoh perjanjian-perjanjian yang mempermudah perdagangan internasional antara lain: *Single European Act* pada akhir 1980an, *North America Free Trade Agreement* (NAFTA) pada 1993, *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT), *Inception of the Euro* pada 1999 yang menjadi cikal bakal *Eurozone* dan lain-lain.

Di ASEAN, langkah serupa juga dilakukan. Pada 1992, para pemimpin negara ASEAN menyetujui diberlakukannya *ASEAN Free Trade Area* (AFTA). Tujuan dari AFTA adalah meningkatkan keunggulan kompetitif regional yang digerakkan oleh basis produksi untuk pasar global. Salah satu langkah penting dalam mencapai tujuan ini adalah menghapus hambatan tarif dan non tarif perdagangan antar anggota ASEAN. Dengan adanya ekspansi melalui perdagangan intra-nasional memberi konsumen pilihan yang lebih luas dan kualitas yang lebih baik.

Penulis tertarik untuk meneliti hubungan antara internasionalisasi dengan struktur modal karena struktur modal merupakan fungsi manajemen keuangan terpenting. Hal ini didukung oleh hasil survey kepada para CFO pada riset berjudul "*CFO Views on the Importance and Execution of the Finance Function*" (Deutsche Bank, 2006) diketahui bahwa kebijakan struktur modal menempati urutan teratas. Hal ini menunjukkan pentingnya aktivitas pendanaan pada suatu perusahaan khususnya terkait pengelolaan utang untuk mendukung aktivitas investasi dan operasional perusahaan.

Tabel 1

Ringkasan Hasil Penelitian yang Menguji Struktur Modal

Variabel	Chiang & Chen 2008	Albaity 2013	Chkir & Cosset 2001
FSTS	(-) TS	(-) S	(+) S
<i>Size</i>	(+) S	(+) S	(+) TS
BR	(-) S		
FER	(-) S		(+) S
AC	(-) S		(-) TS
Prof	(-) TS	(-) S	(-) S
<i>Growth</i>		(-) S	
Tang		(+)S	
Z-score			(+) S
Polrisk			(-) S
NDTS			(-) TS

Sumber: Jurnal
 Variabel dependen: *Leverage*
 Keterangan: S= Signifikan, TS= Tidak signifikan, FSTS= *Foreign sales to total sales*, *size*= ukuran perusahaan, BR= *Business Risk*, FER= *Foreign exchange risk*, AC= *Agency cost*, Prof= Profitabilitas, Tang= *Tangibility*, Polrisk= *Political risk*, NDTS= *Non debt tax shiel*

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur modal, *foreign sales to total sales* (FSTS), *agency cost*, *business risk*, *foreign exchange risk*, ukuran perusahaan dan *profitability*. Penelitian ini meneliti pengaruh internasionalisasi terhadap struktur modal dengan sampel perusahaan di sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011 – 2014. Sektor manufaktur dipilih karena sektor manufaktur menyumbang ekspor terbesar terhadap total ekspor Indonesia.

LANDASAN TEORI

Perbedaan Struktur Modal antara Perusahaan Internasional dengan Perusahaan Domestik

Chen *et al.* (1997) dalam Chian dan Chen (2008) menyatakan bahwa perusahaan internasional memiliki profitabilitas yang lebih tinggi daripada perusahaan domestik. Hal ini dikarenakan melalui internasionalisasi perusahaan dapat menjual produknya ke pasar baru yang lebih menguntungkan bagi perusahaan dan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Chiang dan Chen (2008) juga menjelaskan bahwa perusahaan internasional lebih terdiversifikasi secara geografis daripada perusahaan domestik. Hal ini membuat *asymetric information* perusahaan internasional menjadi lebih tinggi daripada perusahaan domestik serta membuat pengawasan perusahaan internasional menjadi sulit dan mahal daripada perusahaan domestik. Dengan demikian *debtholder* akan meminta pembayaran bunga yang lebih tinggi pada perusahaan internasional karena perusahaan internasional lebih rentan terhadap *asymetric information* (Doukas dan Pantzalis, 2003).

H1: Diduga *leverage* perusahaan internasional lebih rendah dari perusahaan domestik

Perbedaan Profitabilitas antara Perusahaan Internasional dengan Perusahaan Domestik

Tujuan perusahaan menjadi perusahaan internasional adalah agar dapat memasuki pasar baru dimana produknya masih berada pada fase yang menguntungkan sehingga lebih unggul daripada kompetitornya (Madura, 2011, p.8). Dengan demikian perusahaan internasional bisa memperoleh profit yang lebih tinggi di pasar luar negeri daripada di pasar domestik. Hal ini menyebabkan profitabilitas perusahaan internasional menjadi lebih tinggi daripada perusahaan domestik.

H2: Diduga profitabilitas perusahaan internasional lebih tinggi dari perusahaan domestik

Perbedaan Agency Cost of Debt antara Perusahaan Internasional dengan Perusahaan Domestik

Perusahaan internasional lebih terdiversifikasi secara geografis daripada perusahaan domestik, sehingga perusahaan internasional lebih rentan terhadap *asymetric information*. Hal ini membuat perusahaan internasional lebih rentan terhadap konflik keagenan antara *debtholder* dengan pihak manajemen dan pemegang saham. Dengan demikian perusahaan internasional memiliki *agency cost of debt* yang lebih tinggi dari perusahaan domestik.

H3: Diduga *agency cost of debt* perusahaan internasional lebih tinggi dari perusahaan domestik.

Perbedaan *Business Risk* antara Perusahaan Internasional dengan Perusahaan Domestik

Cash flow perusahaan internasional lebih stabil daripada perusahaan domestik. Hal ini dikarenakan perusahaan internasional memiliki arus kas pada *imperfectly correlated market*, sesuai dengan yang diungkapkan oleh Albaity (2015). Karena memiliki *cash flow* yang lebih stabil, maka *business risk* perusahaan internasional menjadi lebih rendah dari perusahaan domestik.

H4: Diduga *business risk* perusahaan internasional lebih rendah dari perusahaan domestik

Perbedaan *Foreign Exchange Risk* antara Perusahaan Internasional dengan Perusahaan Domestik

Perusahaan internasional yang memiliki *cash flow* terdiri dari beragam kurs mata uang memiliki *offsetting effect* (Madura, 2011, p.320). *Offsetting Effect* memungkinkan nilai dari cash flow perusahaan internasional menjadi lebih stabil dari perusahaan domestik. Hal ini membuat *Foreign exchange risk* perusahaan internasional lebih rendah dari perusahaan domestik.

H5: Diduga *foreign exchange risk* perusahaan internasional lebih rendah dari perusahaan domestik

Pengaruh Internasionalisasi terhadap Struktur Modal

Chen *et al.* (1997) dalam Chian dan Chen (2008) menyatakan bahwa perusahaan internasional memiliki profitabilitas yang lebih tinggi daripada perusahaan domestik. Hal ini dikarenakan melalui internasionalisasi perusahaan dapat menjual produknya ke pasar baru yang lebih menguntungkan bagi perusahaan dan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Chiang dan Chen (2008) juga menjelaskan bahwa perusahaan internasional lebih terdiversifikasi secara geografis daripada perusahaan domestik, akibatnya hal ini meningkatkan *asymetric information* dan membuat pengawasan menjadi sulit dan mahal. Untuk mengkompensasi hal tersebut *debtholder* meminta pembayaran bunga yang lebih tinggi pada perusahaan internasional karena perusahaan internasional lebih rentan terhadap *asymetric information* (Doukas dan Pantzalis, 2003).

H6: Diduga internasionalisasi berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Albaity (2015) menjelaskan bahwa berdasarkan teori *pecking order*, *retained earning* adalah pilihan pertama alternatif pendanaan, diikuti dengan utang dan kemudian penerbitan ekuitas baru. Karena perusahaan yang profitable lebih mudah untuk menghasilkan dana internal berupa *retained earning* untuk pendanaan, maka perusahaan yang profitable akan menggunakan lebih sedikit utang.

H7: Diduga profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan

Pengaruh Agency Cost of Debt terhadap Struktur Modal

Chiang dan Chen (2008) menjelaskan bahwa perusahaan internasional lebih terdiversifikasi secara geografis daripada perusahaan domestik, akibatnya hal ini meningkatkan *asymetric information* dan membuat pengawasan menjadi sulit dan mahal. Oleh sebab itu, *debtholder* meminta pembayaran bunga yang lebih tinggi pada perusahaan internasional karena perusahaan internasional lebih rentan terhadap *asymetric information* (Doukas dan Pantzalis, 2003).

H8: Diduga *agency cost of debt* berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Semakin besar ukuran perusahaan maka risiko kebangkrutan perusahaan akan semakin kecil. Hal ini dikarenakan kapasitas perusahaan dalam memenuhi kewajibannya akan semakin besar sehingga manajer perusahaan dapat menggunakan lebih banyak utang dan meningkatkan *leverage* perusahaan.

H9: Diduga ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan.

Pengaruh *Business Risk* terhadap Struktur Modal

Ketidak-pastian kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya membuat peluang terjadinya kebangkrutan perusahaan tersebut semakin besar. Oleh sebab itu perusahaan yang berisiko akan mengurangi penggunaan utangnya untuk mengurangi peluang terjadinya kebangkrutan sehingga membuat *leverage* perusahaan turun.

H10: Diduga *business risk* berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan

Pengaruh *Foreign Exchange Risk* terhadap Struktur Modal

Semakin rentan perusahaan terhadap pergerakan nilai tukar mata uang maka nilai dari arus kas perusahaan menjadi semakin tidak pasti. Hal ini membuat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya juga menjadi semakin tidak pasti sehingga perusahaan akan mengurangi penggunaan utang untuk menurunkan risiko terjadinya kebangkrutan.

H11: Diduga *foreign exchange risk* berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada 2009 – 2014. Karakteristik populasi yang digunakan adalah menerbitkan laporan keuangan secara rutin, tersedia data untuk seluruh variabel yang dibutuhkan dan tidak pernah mengalami kerugian selama periode penelitian.

Uji univariat dilakukan untuk mengetahui perbedaan karakteristik. Perusahaan yang digolongkan sebagai perusahaan internasional adalah perusahaan yang memiliki FSTS di atas 10%.

Regresi berganda untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Peneliti menggunakan model regresi linear dan kuadratik dengan persamaan sebagai berikut:

Persamaan model linear:

$$Lev = \beta + \beta 1. FSTS + \beta 2. ROE + \beta 3. AC + \beta 4. Size + \beta 5. BR + \beta 6. FER + e$$

Persamaan model kuadratik:

$$Lev = \beta + \beta 1. FSTS + \beta 2. FSTS^2 + \beta 3. ROE + \beta 4. AC + \beta 5. Size + \beta 6. BR + \beta 7. FER + e$$

Peneliti juga melakukan uji asumsi klasik agar tidak terjadi bias dalam penelitian. Berikut uji asumsi klasik yang dilakukan.

Uji Normalitas

Normalitas data merupakan hal yang penting, karena dengan data yang berdistribusi normal, maka data tersebut dianggap dapat mewakili populasi. Uji normalitas yang digunakan adalah uji Jarque-Bera. Data dinyatakan berdistribusi normal jika probabilitas Jarque-Bera > 5%.

Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas artinya antarvariabel independen yang terdapat dalam model regresi memiliki hubungan linier yang sempurna atau mendekati sempurna (koefisien korelasinya tinggi atau bahkan 1). Model regresi yang baik seharusnya tidak memiliki korelasi sempurna atau mendekati sempurna di antara variabel independennya. Ada atau tidaknya multikolinieritas dapat diketahui atau dilihat dari koefisien korelasi masing-masing variabel bebas lebih besar dari 0.8 maka terjadi multikolinieritas.

Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas adalah varian residual yang tidak sama pada semua pengamatan di dalam model regresi. Regresi yang baik seharusnya tidak terjadi heterokedastisitas. Metode yang digunakan untuk menguji heterokedastisitas adalah uji glejser. Uji glejser dilakukan dengan cara meregresikan antara variabel independen dengan nilai absolut residualnya. Jika nilai signifikansi antara variabel independen dengan absolut residual lebih dari 0.05 maka tidak terjadi masalah heterokedastisitas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi merupakan korelasi antara anggota observasi yang disusun menurut waktu atau tempat. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi autokorelasi. Metode pengujian menggunakan uji Durbin-Watson. Berikut adalah pengambilan putusan dari uji Durbin-Watson.

- a. $DU < DW < 4-DU$ maka H_0 diterima, artinya tidak terjadi autokorelasi.
- b. $DW < DL$ atau $DW < 4-DU$ maka H_0 ditolak, artinya terjadi autokorelasi.
- c. $DU < DW < DL$ atau $4-DU < DW < 4-DL$ artinya tidak ada kepastian atau kesimpulan yang pasti.

Struktur Modal

Struktur modal adalah perpaduan antara surat utang dan ekuitas yang diterbitkan oleh perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014. Pada penelitian ini, struktur modal diukur dengan menggunakan *debt ratio*.

$$Debt\ ratio = \frac{Total\ debt}{Total\ asset} \dots\dots\dots(1)$$

Internasionalisasi

Diversifikasi internasional atau internasionalisasi adalah strategi ekspansi perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014 dengan menjual produk dan jasanya lintas batas regional dan negara ke lokasi geografis atau pasar yang berbeda. Internasionalisasi dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *foreign sales to total sales* (FSTS).

$$FSTS = \frac{\text{Foreign sales}}{\text{Total sales}} \dots\dots\dots(2)$$

Profitabilitas

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014 saat menjalankan operasinya. Profitabilitas pada penelitian ini diukur dengan *return on equity* (ROE).

$$ROE = \frac{\text{Net income}}{\text{Total equity}} \dots\dots\dots(3)$$

Agency Cost of Debt

Agency Cost of Debt adalah biaya yang timbul akibat adanya konflik kepentingan antara *debtholder* dengan pihak manajemen dan pemegang saham perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014. *Agency Cost of Debt* dihitung dengan membagi *free cash flow* (FCF) dengan total aset perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014.

$$\text{Agency cost of debt} = \frac{\text{Free cash flow}}{\text{Total asset}} \dots\dots\dots(4)$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total aset perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014.

$$\text{Size} = \text{Ln}(\text{Total asse}) \dots\dots\dots(6)$$

Business Risk

Business risk adalah kemungkinan ketidak-mampuan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014 untuk mendanai kegiatan operasionalnya dan tingkat risiko bisnis perusahaan manufaktur yang

tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014 dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan struktur biaya operasionalnya. Dalam penelitian ini, *business risk* diukur dengan menggunakan *standard deviation* dari *return on asset* (ROA) selama tiga tahun perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014.

$$BR = \text{Standard deviation of ROA} \dots \dots \dots (7)$$

Foreign Exchange Risk

Foreign exchange risk mencerminkan seberapa rentan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 hingga 2014 terhadap pergerakan nilai tukar mata uang. *Foreign exchange risk* diukur dengan menggunakan regresi dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}R_{mt} + \beta_{2i}R_{xt} + \mu_{it} \dots \dots \dots (8)$$

R_{it} = Return saham i ada periode t

R_{mt} = Return pasar (IHSG)

R_{xt} = Perubahan nilai tukar USD terhadap Rupiah pada periode t

β_2 = Risiko nilai tukar

μ_{it} = Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Univariat

Pada penelitian ini terdapat 27 perusahaan yang tergolong sebagai perusahaan internasional dan 41 perusahaan yang tergolong sebagai perusahaan domestik. Dari hasil tersebut dapat diketahui bahwa perusahaan internasional memiliki *leverage*, *business risk*, dan *foreign exchange risk* yang lebih tinggi dari perusahaan domestik dan profitabilitas dan *agency cost of debt* yang lebih rendah dari perusahaan domestik.

Tabel 2
Hasil Uji Univariat

Variabel	PI		DC		t-value	P
	Mean	Variance	Mean	Variance		
DR	0.4878	0.0312	0.4003	0.0277	4.0872	0.0001
BR	0.0413	0.0050	0.0222	0.0004	2.7355	0.0072
FER	0.0922	0.2181	-0.0147	0.2463	1.8021	0.0728
AC	0.0732	0.0019	0.0889	0.0051	-2.2409	0.0258
ROE	0.0595	0.0063	0.0960	0.0053	-3.8371	0.0002

Uji Regresi

Berdasarkan pengolahan data yang dilakukan terhadap variabel-variabel yang diteliti, maka diketahui hasil persamaan regresi sebagai berikut:

Model Linear

$$Lev = 0.368 + 0.117.FSTS + (-0.186).ROE + (-0.181).AC + 0.004.Size + 0.484.BR + (-0.02).FER + e \dots (9)$$

Model Kuadratik

$$Lev = 0.382 + (-0.145).FSTS + 0.359.FSTS^2 + (-0.422).ROE + (-0.108).AC + 0.005.Size + 0.446.BR + (-0.007).FER + e \dots \dots \dots (10)$$

Hasil Uji F

Tabel 3
Hasil Uji F

	Model Linear	Model Kuadratik
F-statistic	383.4537	334.4255
Prob (F-Statistic)	0.0	0.0

Berdasarkan Pengujian serempak/simultan pada Tabel XX, didapatkan nilai probabilitas F hitung sebesar signifikansi 0.000, yaitu $0.000 < 0.05$. Hal ini berarti variabel independen bersama-sama mempengaruhi variabel dependen secara signifikan, sehingga model dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan struktur modal suatu perusahaan.

Hasil Uji T

Hasil uji regresi untuk model linier memiliki hasil sebagai berikut:

Tabel 4
Hasil Regresi Model Linier

Variable	Model Linear		Model Kuadratik	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	0.367712	0.0112	0.381897	0.0745
FSTS	0.116784	0.0000***	-0.145202	0.1329
FSTS ²			0.359062	0.0007***
AC	-0.180687	0.0797*	-0.107957	0.3269
BR	0.483641	0.0000***	0.446123	0.0001***
FER	-0.020456	0.0001***	-0.007472	0.0536*
ROE	-0.186468	0.1518	-0.421814	0.0002***
SIZE	0.004084	0.6641	0.005252	0.7110
Adj R ²	23,2528%		22,8769%	

Keterangan: *signifikan 10%, **signifikan 5%, ***signifikan 1%

Pembahasan Hasil Uji Univariat

Struktur Modal

Perusahaan internasional memiliki leverage yang lebih tinggi dari perusahaan domestik secara signifikan, dengan demikian H₁ tidak dapat diterima. Hal ini dikarenakan perusahaan internasional memiliki profitabilitas yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan domestik, sehingga kemampuan perusahaan dalam menghasilkan dana internal lebih kecil dan memerlukan pendanaan eksternal (salah satunya utang) yang lebih besar dari perusahaan domestik. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *pecking order* dan penelitian Chkir dan Cosset (2001).

Profitabilitas

Perusahaan internasional memiliki profitabilitas yang lebih rendah dari perusahaan domestik secara signifikan, dengan demikian H₁ tidak dapat diterima. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang memiliki kinerja kurang baik di dalam negeri akan mencari peluang baru di negara lain dengan melakukan internasionalisasi sehingga profitabilitas perusahaan internasional menjadi lebih

kecil dari perusahaan domestik. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lin *et al* (2011).

Agency Cost of Debt

Perusahaan internasional memiliki *agency cost of debt* yang lebih kecil dari perusahaan domestik secara signifikan, dengan demikian H_1 tidak dapat diterima. Hal ini disebabkan perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI pada 2009-2014 dan tergolong sebagai perusahaan internasional memiliki profitabilitas yang lebih rendah dari perusahaan domestik sehingga jumlah *cash flow* yang dapat dimanipulasi oleh *shareholder* dan merugikan *debtholder* menjadi lebih kecil, oleh sebab itu *agency cost of debt* perusahaan internasional lebih kecil dari perusahaan domestik.

Business Risk

Perusahaan internasional memiliki *business risk* yang lebih besar dari perusahaan domestik secara signifikan, dengan demikian H_1 tidak dapat diterima. Hal ini dikarenakan perusahaan internasional menghadapi lingkungan yang lebih dinamis dibandingkan di dalam negeri sehingga meningkatkan risiko bisnis perusahaan.

Foreign Exchange Risk

Perusahaan internasional memiliki *foreign exchange risk* yang lebih tinggi dari perusahaan domestik secara signifikan, dengan demikian H_1 tidak dapat diterima. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chkir dan Cosset (2001), yaitu semakin tinggi tingkat internasionalisasi suatu perusahaan maka semakin besar proporsi mata uang asing yang digunakan sehingga risiko nilai tukar yang dihadapi oleh perusahaan tersebut semakin besar.

Pembahasan Hasil Penelitian Model Linear

Pengaruh Internasionalisasi terhadap Struktur Modal

Internasionalisasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 dapat diterima. Dengan melakukan internasionalisasi perusahaan mendapatkan manfaat diversifikasi sehingga menurunkan volatilitas dari pendapatan perusahaan dan menurunkan risiko kebangkrutan. Dengan demikian semakin tinggi tingkat internasionalisasi yang dilakukan perusahaan maka semakin banyak utang yang dapat digunakan oleh perusahaan tanpa meningkatkan risiko kebangkrutannya. Hasil penelitian ini sejalan dengan *trade-off theory*, penelitian Chkir dan Cosset (2001), namun berlawanan dengan Chiang dan Chen (2008) dan Albaity (2013).

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 tidak dapat diterima. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yaitu semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan semakin mudah bagi perusahaan untuk menghasilkan dana internal untuk mendanai kegiatannya sehingga semakin sedikit utang yang digunakan oleh perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Chiang dan Chen (2008) yang menemukan hasil negatif tidak signifikan, sementara Albaity (2013) dan Chkir dan Cosset (2001) menemukan hasil yang negatif signifikan.

Pengaruh Agency Cost of Debt terhadap Struktur Modal

Agency cost of debt berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 diterima. Hal ini dikarenakan semakin tinggi *agency cost of debt* suatu perusahaan berarti semakin tinggi pula biaya utang yang harus ditanggung perusahaan sehingga perusahaan akan mengurangi penggunaan utangnya. Hal ini sejalan dengan *agency theory* dan penelitian yang dilakukan oleh Chiang dan Chen (2008), sementara Chkir dan Cosset (2001) menemukan hasil negatif tidak signifikan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 tidak dapat diterima. Hal ini dikarenakan semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya sehingga risiko kebangkrutan perusahaan semakin rendah dan semakin banyak utang yang dapat digunakan oleh perusahaan. Hal ini sejalan dengan *trade-off theory* dan hasil penelitian Chkir dan Cosset (2001) yang menemukan hasil positif tidak signifikan, sementara Chiang dan Chen (2008) dan Albaity (2013) menemukan hasil positif signifikan.

Pengaruh *Business Risk* terhadap Struktur Modal

Business risk berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 tidak dapat diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa manajer perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung memiliki preferensi risiko sebagai *risk seeker* sehingga mereka mendanai investasinya dengan utang yang biayanya lebih rendah dari biaya ekuitas untuk memperoleh *return* yang tinggi (hal ini terkait dengan prinsip *high risk high return*). Hasil ini sejalan dengan penelitian Sinthayani dan Sedana (2015) dan bertentangan dengan Chian dan Chen (2008) yang menemukan hasil negatif signifikan.

Pengaruh *Foreign Exchange Risk* terhadap Struktur Modal

Foreign Exchange Risk berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 diterima. Hal ini disebabkan pergerakan nilai tukar mata uang akan mempengaruhi arus kas perusahaan sehingga mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Dengan demikian semakin retan perusahaan terhadap risiko nilai tukar berarti risiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan juga akan semakin besar sehingga perusahaan mengurangi penggunaan utang. Hal ini sesuai dengan *trade-off theory* dan hasil penelitian Chiang dan Chen (2008) yang menemukan hasil negatif signifikan namun berlawanan dengan penelitian Chkir dan Cosset (2001) yang menemukan hasil positif signifikan.

Pembahasan Hasil Penelitian Model Kuadratik

Pengaruh Internasionalisasi terhadap Struktur Modal

Internasionalisasi berpengaruh dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, pengaruh internasionalisasi terhadap *leverage* membentuk kurva dengan pola huruf “U”. Hal ini dikarenakan pada tahap awal dilakukannya internasionalisasi, perusahaan masih belum mengenali lingkungan baru yang dihadapinya sehingga ketidakpastian yang dihadapi oleh perusahaan menjadi lebih besar. Dengan demikian perusahaan pada tahap awal internasionalisasi akan mengurangi utangnya untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Pada tahap berikutnya, saat perusahaan sudah mengenal dan beradaptasi dengan lingkungan baru tersebut, perusahaan mendapatkan benefit dari internasionalisasi berupa diversifikasi risiko. Dengan demikian pada tahap ini perusahaan akan menggunakan lebih banyak utang karena internasionalisasi memberikan manfaat pengurangan risiko karena adanya diversifikasi geografis. Hasil penelitian ini sejalan dengan *trade-off theory* dan penelitian Chiang dan Chen (2008).

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 diterima. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yaitu semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan semakin mudah bagi perusahaan untuk menghasilkan dana internal untuk mendanai kegiatannya sehingga semakin sedikit utang yang digunakan oleh perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Albaity (2013) dan Chkir dan Cosset (2001) yang menemukan hasil yang negatif signifikan, sementara Chiang dan Chen (2008) yang menemukan hasil yang negatif tidak signifikan.

Pengaruh Agency Cost of Debt terhadap Struktur Modal

Agency cost of debt berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 tidak dapat diterima. Hal ini dikarenakan semakin tinggi *agency cost of debt* suatu perusahaan berarti semakin tinggi pula biaya utang yang harus ditanggung perusahaan sehingga perusahaan akan

mengurangi penggunaan utangnya. Hal ini sejalan dengan *agency theory* dan penelitian yang dilakukan oleh Chkir dan Cosset (2001) menemukan hasil negatif tidak signifikan sementara Chiang dan Chen (2008) menemukan hasil yang negatif signifikan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 tidak dapat diterima. Hal ini dikarenakan semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya sehingga risiko kebangkrutan perusahaan semakin rendah dan semakin banyak utang yang dapat digunakan oleh perusahaan. Hal ini sejalan dengan *trade-off theory* dan hasil penelitian Chkir dan Cosset (2001) yang menemukan hasil positif tidak signifikan, sementara Chiang dan Chen (2008) dan Albaity (2013) menemukan hasil positif signifikan.

Pengaruh *Business Risk* terhadap Struktur Modal

Business risk berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 tidak dapat diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa manajer perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung memiliki preferensi risiko sebagai *risk seeker* sehingga mereka mendanai investasinya dengan utang yang biayanya lebih rendah dari biaya ekuitas untuk memperoleh *return* yang tinggi (hal ini terkait dengan prinsip *high risk high return*). Hasil ini sejalan dengan penelitian Sinthayani dan Sedana (2015) yang menemukan hasil positif signifikan dan bertentangan dengan Chian dan Chen (2008) yang menemukan hasil negatif signifikan.

Pengaruh *Foreign Exchange Risk* terhadap Struktur Modal

Foreign Exchange Risk berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, sehingga H_1 diterima. Hal ini disebabkan pergerakan nilai tukar mata uang akan mempengaruhi arus kas perusahaan sehingga mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Dengan demikian semakin retan perusahaan terhadap risiko nilai tukar berarti risiko

kebangkrutan yang dihadapi perusahaan juga akan semakin besar sehingga perusahaan mengurangi penggunaan utang. Hal ini sesuai dengan *trade-off theory* dan hasil penelitian Chiang dan Chen (2008) yang menemukan hasil negatif signifikan namun berlawanan dengan penelitian Chkir dan Cosset (2001) yang menemukan hasil positif signifikan.

RINGKASAN DAN REKOMENDASI

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan internasional memiliki *leverage*, *business risk* dan *foreign exchange risk* yang lebih tinggi dari perusahaan domestik dan profitabilitas dan *agency cost of debt* yang lebih rendah dari perusahaan domestik. Penggunaan *leverage* perusahaan dipengaruhi secara positif oleh internasionalisasi, *business risk* dan ukuran perusahaan, sedangkan profitabilitas, *agency cost of debt* dan *foreign exchange risk* berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan.

Penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian pada sektor berbeda yang juga melakukan internasionalisasi, seperti sektor agrikultur dan pertambangan. Selain itu peneliti selanjutnya juga dapat mengembangkan topik ini dengan memasukan variabel tambahan seperti likuiditas dan dividen. Manajer perusahaan diharapkan dapat menentukan struktur modal yang tepat untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Manajer perusahaan sebaiknya tidak menggunakan banyak utang apabila perusahaannya dihadapkan pada risiko kebangkrutan yang tinggi. Investor sebaiknya memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan dan memilih perusahaan yang kemampuan memenuhi kewajibannya tinggi untuk menghindari risiko kerugian pada investasinya. Kreditur sebaiknya memilih perusahaan yang memiliki kapasitas yang memadai dalam memenuhi kewajibannya untuk mengurangi risiko terjadinya gagal bayar.

DAFTAR PUSTAKA

- Albaity, M., 2013, Internationalization and Capital Structure: Evidence from Malaysian Manufacturing Firms, *Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol 5: 2.
- Chiang, Y., dan Chen, S., 2008, The Relationship between Internationalization and Capital Structures of Taiwan Firms, *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol 2: 1.
- Chiang, Y. dan Ko, C., 2009, An Empirical Study of Equity Agency Costs and Internationalization: Evidence from Taiwanese Firms, *Research in International Business and Finance*, Vol 23: 369-382.
- Chkir, I.E., dan Cosset, J., 2001, Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations, Vol 11: 17-37.
- Doukas, J.A. dan Pantzalis, C., 2003, Geographic Diversification and Agency Cost of Debt of Multinational Firms, *Journal of Corporate Finance*, Vol 9: 59-92.
- Glencross, M.J., 1986, A Practical Approach to the Central Limit Theorem, ICOTS 2.
- Hasnawati, S. Dan Sawir, A., 2015, Keputusan Keuangan, Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol 17: 1.
- Hitt, M.A., Tihanyi, L., Miller, T., Connelly, B., 2006, International Diversification: Antecedents, Outcomes, and Moderators, *Journal of Management*, Vol 32: 6.
- Joni dan Lina, 2010, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 12: 2.
- Krist, M., 2008, Internationalization and Firm Performance, Gabler.
- Lin, W., Liu, Y., Cheng, K., 2011, The Internationalization and Performance of a Firm: Moderating Effect of a Firm's Behavior, *Journal of International Management*, Vol 17: 83-95.
- Madura, J., 2011, *International Corporate Finance*, 11th Edition, Thomson South-Western.
- Megginson, W.L., Smart, S.B. dan Graham, J., 2010, *Financial Management*, 3rd Edition, Cengage Learning. Inc.

- Murhadi, W.R., 2013, Analisis Laporan Keuangan Proyeksi dan Valuasi Saham, Salemba Empat.
- Norwich, K.H., 2003, Information, Sensation and Perception, Academic Press. Inc.
- Servaes, H. dan Tufano, P., 2006, CFO Views on The Importance and Execution of The Finance Function, Deutsche Bank.
- Singh, M., Davidson, W.N. dan Suchard, J., 2003, Corporate Diversification Strategies and Capital Structure, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol 43: 147-167.
- Sinthayani, D. dan Sedana, I.B.P., 2015, Determinan Struktur Modal (Studi Komparatif pada Manufacture Multinational Corporation dan Domestic Corporation di BEI), E-Jurnal Manajemen Unud, Vol 4: 10.
- Sumiadji, 2011, Analisis Variabel Keuangan yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen, Jurnal Dinamika Akuntansi, Vol 3: 2.
- Taswan, 2003, Analisis Pengaruh *Insider ownership*, Kebijakan Hutang dan Dividen terhadap Nilai perusahaan Serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya, Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol 10: 2.
- World Trade Organization, Oktober 2014, World Region Export, WTO, p.1.
- www.asean.org/communities/asean-economic-community diakses pada tanggal 13 November 2015
- www.idx.co.id diakses pada tanggal 26 Agustus 2015
- www.Kemenprin.go.id diakses pada tanggal 13 November 2015