

DAMPAK KONDISI INTERNAL DAN EKSTERNAL PERUSAHAAN TERHADAP PEMANFAATAN SUMBER PENDANAAN UTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR SUBSEKTOR FARMASI

Sunita Dasman^{1*}, Iska Ayu², Arief Teguh Nugroho³

^{1,2,3} Universitas Pelita Bangsa

*Korespondensi: sunita.dasman@pelitabangsa.ac.id

ABSTRAK

Perusahaan farmasi yang termasuk ke dalam kelompok industri manufaktur mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan selama periode pandemi covid-19. Kondisi ini dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam struktur permodalannya. Tujuan penelitian ini adalah bagaimana pengelolaan struktur modal perusahaan farmasi selama pandemi covid-19 maupun sebelum covid-19. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur subsektor farmasi yang terdaftar di BEI periode 2017-2021. Teknik pengambilan sampel menggunakan teknik purposive sampling dan didapatkan ada 10 perusahaan dari total 11 perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. Pengujian dilakukan melalui analisis regresi data panel dengan serangkaian pengujian yaitu uji chow dan uji Hausman untuk mendapatkan model terbaik. Uji Chow digunakan untuk mendapatkan model terbaik antara *common effect* dan *fixed effect*. Sedangkan Uji Hausman menguji model terbaik antara *fixed effect* dengan *random effect*. Berdasarkan hasil pengujian Chow dan Hausman diperoleh model terbaik adalah *fixed effect*. Selanjutnya *fixed effect* model yang terpilih sebagai model terbaik digunakan untuk menganalisis dampak dari masing-masing variabel independen terhadap variabel pemanfaatan utang. Variabel internal meliputi *firm size*, likuiditas dan profitabilitas berdampak terhadap penggunaan utang. *Firm size* berdampak pada peningkatan rasio utang. Likuiditas dan profitabilitas berdampak terhadap penurunan rasio utang. Faktor eksternal perusahaan meliputi pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi tidak berdampak terhadap rasio utang. Pertumbuhan ekonomi berkorelasi dengan tingkat inflasi.

Kata kunci: *capital structure, financial performance, macroeconomic conditions, covid-19, good corporate governance*

ABSTRACT

Pharmaceutical companies are included in the manufacturing industry group experienced significant growth during the Covid-19 pandemic period. This condition can affect the company's policy on its capital structure. The purpose of this research is how to manage the capital structure of pharmaceutical companies both during the Covid-19 pandemic and before Covid-19. The population in this study are manufactures companies' subsector pharmaceutical listed on the IDX for the 2017-2021 period. The sampling technique used a purposive sampling technique and it was found that there were 10 companies out of a total of 11 pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the study period. Tests were carried out through panel data regression analysis, namely the Chow and Hausman tests to get the best model. The Chow test is used to get the best model between the common effect and the fixed effect. Meanwhile, the Hausman test tests the best model between fixed effects and random effects. Based on the results of the Chow test and the Hausman test, the best model is the fixed effect. Furthermore, the fixed effect model selected as the best model is used to analyze the impact of the independent variables on debt utilization. Internal variables include firm size, liquidity and profitability have an impact on the use of debt. Firm size has an impact on increasing the debt ratio. Liquidity and profitability have an impact on reducing the debt ratio. The company's external factors including economic growth and inflation rates have no impact on the debt ratio. Economic growth correlates with the inflation rate.

Keywords: *capital structure, financial performance, macroeconomic conditions, covid-19, good corporate governance*

PENDAHULUAN

Keadaan industri farmasi dapat dikatakan cukup sulit dan ditambah lagi adanya persaingan yang semakin ketat. Bahan baku obat yang hampir 95% untuk memenuhi kebutuhan perusahaan farmasi di Indonesia harus diimpor. Selama pandemi covid-19 terjadi peningkatan permintaan obat-obatan yang terfokus pada 20 item saja dari 250 item yang ada di pasaran, jelas Vincent Harijanto, Ketua Komite Pengembangan Perdagangan dan Industri, Gabungan Perusahaan Farmasi Indonesia. (Ayu, 2021). Di samping itu, selama pandemi berlangsung banyak masyarakat yang taku ke rumah sakit. Bahkan ada kekhawatiran petugas medis termasuk dokter menerima pasien. (Ayu, 2021)

Pada tahun 2021, industri farmasi Indonesia tumbuh sebesar 10,81% (Rp 90 – 95 triliun) selama pandemi covid 19. Hal tersebut terjadi karena adanya kerja sama yang erat antara pelaku usaha farmasi dengan pemerintah, jelas Ketua Umum Gabungan Perusahaan Farmasi Indonesia, Tirto Kusnadi dalam acara Musyawarah Nasional XVI di Nusa Dua, Bali. Kesadaran masyarakat akan Kesehatan menjadi kebutuhan utama selama pandemic sehingga memicu permintaan yang tinggi terhadap obat-obatan. (Yusuf, 2022).

Pemanfaatan utang digunakan perusahaan untuk mendapatkan manfaatnya sebagai pengurang pajak. Pengurangan pajak dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham sebagai tujuan dibentuknya perusahaan. Pemanfaatan utang ini harus dilihat dari kemampuan perusahaan masing-masing. Kebijakan utang perusahaan disesuaikan dengan kondisi internal dan kondisi eksternal. Kondisi internal perusahaan diantaranya adalah total aset perusahaan, likuiditas, dan profitabilitas. Sedangkan, kondisi eksternal yang diantaranya adalah pertumbuhan ekonomi yang bisa diukur dengan pertumbuhan *growth domestic product* (GDP) dan tingkat inflasi

Pertumbuhan ekonomi Indonesia yang diukur dengan *gross domestic product* pada tahun 2020 relatif lebih baik dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi rata-rata negara di Kawasan Asia Tenggara yang berkisar minus 4,0 persen. Pertumbuhan ekonomi Indonesia terendah pada tahun 2020 selama periode penelitian akibat adanya pandemic Covid-19. Pertumbuhan ekonomi Indonesia sendiri mengalami kontraksi sebesar -2,07 persen pada tahun 2020, jelas Menteri Keuangan, Sri Mulyani yang disampaikan dalam sidang Paripurna DPR RI, Kamis 15 Juli 2021. (Fatriandra, 2022)

Tingkat inflasi yang terjadi pada tahun 2021 sebesar 1,87 persen yang sedikit lebih tinggi dibandingkan inflasi pada tahun 2020. Tingkat inflasi yang diukur dengan indeks harga konsumen pada tahun 2021 merupakan inflasi yang terendah selama pandemic covid-19. Inflasi yang terjadi selama pandemi Covid-19 lebih diakibatkan permintaan domestik yang belum kuat. Di samping itu, pasokan yang belum tercukupi serta sinergi kebijakan Bank Indonesia dan Pemerintah baik pemerintah pusat maupun daerah dalam menjaga kestabilan harga. (Haryono, 2022)

Sektor industri termasuk industri farmasi cukup tangguh dalam menghadapi gelombang covid-19 yang melanda Indonesia. Pada masa pandemi covid-19 terjadi, realisasi investasi di sector industri pada tahun 2020 tercatat mencapai Rp 272,9 triliun atau meningkat sebesar 26% dibandingkan tahun 2019 yang hanya Rp 216 triliun. Kenaikan tersebut dipicu juga dengan kesiapan industri dalam memanfaatkan teknologi industri 4.0. Oleh karena itu, sektor industry tetap dapat menjaga aktivitas produksinya, jelas Menteri Perindustrian, Agus Gumiwang. (Novika, 2021)

Perusahaan juga dituntut untuk meningkatkan kinerja keuangan meskipun kondisi pandemi covid-19 terjadi khususnya tahun 2020 dan awal 2021. Kinerja keuangan umumnya yang digunakan adalah rasio utang/solvabilitas, likuiditas, profitabilitas, aktivitas dan rasio pasar. Rasio utang atau sering disebut juga *capital structure* merupakan rasio antara penggunaan sumber permodalan dari utang dibandingkan dengan total ekuitas atau total saham. Rasio utang mengindikasikan kondisi optimal antara manfaat dari utang sebagai pengurang pajak dengan risiko yang dihadapi berupa *financial distress* yang berujung pada kebangkrutan. Rasio utang rata-rata perusahaan farmasi adalah 1,26 kali dari jumlah ekuitas yang dimiliki perusahaan. Dengan kata lain, jumlah utangnya melebihi jumlah ekuitas yang dimiliki perusahaan. Bahkan ada perusahaan farmasi yang rasio utangnya 4,23 kali dari ekuitas yang dimiliki.

Kondisi rasio utang tersebut sangat menarik bagi peneliti untuk mengkaji secara lebih mendalam berdasarkan teori-teori dan hasil kajian penelitian terdahulu. Rasio utang yang lebih tinggi daripada jumlah ekuitas yang dimiliki tentunya memberikan dampak yang lebih serius jika tidak dibarengi dengan kinerja keuangan yang memadai. Tentunya kondisi internal perusahaan seperti profitabilitas yang diperoleh, kondisi likuiditas perusahaan dalam mengcover kewajiban jangka pendeknya juga merupakan bentuk kinerja keuangan yang patu dijaga. Di samping itu, kondisi eksternal seperti pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi merupakan memiliki peran dalam pengelolaan rasio utang perusahaan.

Profitabilitas menunjukkan kinerja perusahaan dalam pengelolaan aset perusahaan untuk menciptakan laba. Profitabilitas dapat dilihat dari sisi perusahaan yaitu dibandingkan dengan total asetnya. Profitabilitas juga dapat diukur dengan membandingkan profitabilitas yang diperoleh dengan nilai ekuitas yang dimiliki pemegang saham. Rasio profitabilitas ini merupakan dimensi apakah owner ataupun pemegang saham bisa mendapatkan tingkatan pengembalian yang pantas atas investasinya (Wicaksono, 2021).

Jika rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan secara total, maka tingkat profit yang diperoleh perusahaan ditentukan oleh faktor permodalan maupun pemasaran. Oleh karena itu, rasio profitabilitas menjadikan faktor pendorong perusahaan dalam tata kelolanya dan diperlukan keahlian dalam pengelolaannya untuk memaksimalkan profit perusahaan (Fangestu et al., 2020).

Rasio likuiditas merupakan rasio untuk mengukur kemampuan industri dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki rasio likuiditas tinggi cenderung tidak menggunakan sumber pendanaan utang karena tersedianya dana internal. Perusahaan dengan rasio likuiditas tinggi memiliki sumber pendanaan internal yang mencukupi untuk memenuhi operasional perusahaan jangka pendek. Perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung menggunakan dana internalnya untuk memenuhi kebutuhan investasinya sebelum mencari alternatif penggunaan pendanaan eksternal (Abdullah, 2020).

Keputusan struktur modal yang efektif akan dapat meminimalkan biaya modal yang akhirnya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Pemenuhan modal kerja yang tepat dapat menyebabkan perusahaan dapat berkembang dengan baik. Pengelolaan keuangan secara efektif dan efisien sangat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan sangat mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam penyusunan rencana usaha perusahaan pada periode selanjutnya. Pengambilan keputusan yang tepat memberi peluang yang besar bagi kelangsungan hidup perusahaan (Khotimah et al., 2020).

Ukuran perusahaan merupakan gambaran perusahaan yang dilihat dari total aset yang dimiliki perusahaan. Peningkatan aset perusahaan menunjukkan keberhasilan perusahaan yang dapat dilihat dari kombinasi sumber pendanaan ekuitas dan utang. Peningkatan aset perusahaan juga dapat dimanfaatkan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan dari utang karena tersedianya aset tetap perusahaan yang dapat dijadikan sebagai agunan. Aset tetap perusahaan merupakan komponen terbesar dari total aset yang dimiliki perusahaan manufaktur. Perusahaan dengan total aset besar memiliki reputasi dan fleksibilitas dalam memperoleh sumber pendanaan dari utang maupun ekuitas (Kartika Dewi & Abundanti, 2019).

Kondisi internal dan eksternal perusahaan memerlukan penanganan khusus bagi manajemen puncak untuk membuat keputusan dalam struktur permodalannya. Struktur permodalan menyangkut bagaimana perusahaan memanfaatkan utang yang memberi dampak positif bagi perusahaan. Dampak positif disini adalah dapat mensejahterakan para pemegang saham. Pemanfaatan utang dapat mengurangi pajak karena interest yang dibayarkan kepada pihak yang memberi utang merupakan pengurang pajak. Pemanfaatan utang tentunya harus dilihat dari sisi internal dan eksternal perusahaan. Kondisi internal meliputi aset perusahaan, likuiditas, profitabilitas, dan lainnya. Sedangkan kondisi eksternal meliputi pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, kurs rupiah terhadap mata uang asing, dan sebagainya.

KAJIAN PUSTAKA

Teori struktur modal atau *capital structure* yang tertua adalah teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller atau sering disebut teori MM I yang dicetuskan sejak tahun 1958. (Modigliani & Miller, 1958). Teori MM tersebut sampai sekarang masih relevan. Namun demikian, teori tersebut mensyaratkan beberapa kondisi yang tidak dapat diimplementasikan seperti tidak ada faktor pajak, tidak ada biaya transaksi. Teori tersebut kemudian diperbaharui dengan memasukkan faktor pajak atau lebih dikenal dengan teori MM II pada tahun 1963. (Modigliani & Miller, 1963) Kemudian, teori *capital structure* berkembang menjadi teori *trade-off*, teori *pecking order* (S. Myers, 1974) dan teori *market timing* (Baker & Wurgler, 2002) atau teori *signaling* (Spence, 2002).

Trade-off Theory

Teori *trade-off* dari struktur modal adalah teori struktur modal yang paling lama berdiri dan mendasari sebagian besar karya empiris yang mempelajari struktur modal. Dalam teori *trade-off*, jumlah utang yang optimal sama dengan manfaat marjinal yang timbul dari pengurangan pajak pembayaran bunga dengan biaya marjinal yang timbul dari peningkatan utang. Kerangka kerja tersebut menunjukkan bahwa adanya perubahan leverage dari waktu ke waktu, atau variasi leverage dalam permodalan di seluruh perusahaan. Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dapat dikaitkan dengan adanya manfaat pajak dari pembayaran bunga marjinal sebagai pengurang pajak.

Teori *tradeoff* telah dipraktekkan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih menguntungkan harus memiliki rasio leverage yang lebih tinggi. Penggunaan utang di seluruh perusahaan menunjukkan bukti empiris³ bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memiliki rasio leverage yang lebih tinggi. Namun ada pengecualian ditunjukkan oleh Hennessy dan Whited (2005) dan Strebulaev (2007) yang menunjukkan bahwa semakin meningkat profitabilitas, maka utang perusahaan semakin menurun (Abel et al., 2015).

Pecking Order theory

Teori *pecking order* dikemukakan oleh Myers & Majluf pada tahun 1984. Teori tersebut menunjukkan hirarki penggunaan sumber dana dari sumber pendanaan yang memiliki risiko rendah sampai risiko tinggi. Perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu sebelum mencari sumber pendanaan lainnya. Jika sumber pendanaan internal tidak cukup, kemudian dicari sumber pendanaan eksternal. Pengambilan keputusan pendanaan diambil oleh manajemen yang tahu persis kondisi didalam perusahaan, sementara investor tidak memiliki informasinya. Salah satu sumber pendanaan internal adalah profit yang diperoleh perusahaan. (S. C. Myers & Majluf, 1984). *Pecking order theory* tidak memperhatikan struktur modal optimal tetapi lebih mengedepankan risiko yang paling rendah. Profitabilitas yang diperoleh perusahaan memiliki risiko yang paling rendah sehingga perusahaan tidak akan mencari sumber pendanaan lainnya apabila sudah tercukupi. Sedangkan, sumber pendanaan eksternal yang memiliki risiko tinggi akan dikesampingkan seperti penggunaan sumber pendanaan dari utang maupun dari ekuitas.

Market Timing Theory

Teori *market timing* dikemukakan oleh Baker & Wurgler pada tahun 2002. *Market timing theory* memfokuskan pada kondisi pasar saham. Jika pasar saham lagi naik, maka perusahaan cenderung untuk mendapatkan pendanaan dari saham dengan cara menerbitkan saham sehingga diperoleh dana yang cukup tinggi dibandingkan nilai bukunya. Sebaliknya, jika harga pasar saham mengalami penurunan, maka perusahaan lebih cenderung menerbitkan surat utang untuk memperoleh sumber pendanaannya.

Hasil kajian mereka dari data historis menunjukkan bahwa perusahaan yang harga sahamnya sangat fluktuatif mempengaruhi rasio utang yang digunakan dalam sumber permodalannya. Namun demikian, penelitian yang dilakukan Hovakimian & Li pada tahun 2011 menunjukkan tidak adanya dampak penggunaan rasio utang walaupun harga saham sedang naik. (Hovakimian & Li, 2011)

Signaling Theory

Adanya informasi asimetris antara manajemen dan investor menjadi indikasi adanya aksi yang dilakukan terhadap saham perusahaan. Spence (2002) berusaha untuk meminimalkan asimetri informasi di antara manajemen dan investor. Informasi merupakan faktor utama investor dalam melakukan analisis terkait keputusan dalam berinvestasi. Respon atau aksi investor dapat berupa respon negative maupun respon positif tergantung dari informasi yang diberikan. (Spence, 2002)

Trade-Off Theory

Trade-off theory yang dikembangkan oleh Myers pada tahun 2001 mengindikasikan bahwa penggunaan utang merupakan titik temu atau trade off antara manfaat dan risiko. Perusahaan menggunakan utang sebagai komponen dalam struktur modalnya karena mendapatkan manfaat dari suku bunga yang dibayarkan merupakan pengurang pajak. (S. C. Myers, 2001) Di sisi lain, perusahaan yang menggunakan utang dalam struktur permodalannya sangat berisiko. Risiko terjadi ketika pasar lesu sehingga mengurangi pendapatan untuk menunjang operasional perusahaan. Perusahaan yang menggunakan utang dalam struktur permodalannya lebih berisiko terjadinya financial distress bahkan sampai menimbulkan kebangkrutan karena kewajiban yang harus dibayarkan kepada kreditor.

Penelitian terdahulu menggunakan beberapa variabel kinerja keuangan untuk memprediksi rasio utang yang digunakan perusahaan. Salah satu variabelnya yang digunakan adalah likuiditas yaitu untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancarnya. *Fixed Asset, profitability* and umur perusahaan berdampak positif terhadap rasio utang. Sedangkan likuiditas dan *non-debt tax shield* (NDTS) berdampak negative terhadap rasio utang (Khan et al., 2020). Profit yang tinggi mengindikasikan perusahaan kinerja keuangan yang sangat baik. Hal ini memudahkan perusahaan untuk meningkatkan rasio utangnya ketika profitnya meningkat. Perusahaan memanfaatkan sumber pendanaan utang ketika terjadi peningkatan profit untuk mendapatkan manfaat dari pengurangan pajak sesuai dengan *trade-off theory*. Sedangkan kenaikan likuiditas berdampak pada penurunan rasio utang. Jika likuiditas meningkat artinya perusahaan memiliki aset yang melebihi kewajiban lancarnya. Aset yang berlebih tersebut dimanfaatkan sebagai sumber pendanaan internal sehingga tidak membutuhkan pendanaan eksternal sesuai dengan *pecking order theory*.

Firm size diukur dengan total aset yang dimiliki perusahaan dimana komponen utamanya adalah *fixed asset* memiliki dampak positif. Semakin besar *firm size* semakin kecil kemungkinan perusahaan bangkrut sehingga para kreditor mempercayai untuk meminjamkan dananya ke perusahaan tersebut dengan tingkat suku bunga yang disepakati. Di samping itu, perusahaan besar merupakan jaminan dalam memperoleh dana pinjaman utang. Perusahaan besar cenderung menggunakan utang dalam sumber permodalannya untuk mengurangi pajak yang cukup besar sesuai dengan *trade-off theory*. Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan besar untuk mendapatkan manfaat dari adanya pengurangan pajak karena bunga yang harus dibayarkan perusahaan dari pendanaan utang merupakan pengurang pajak (Abel et al., 2015).

Profitabilitas menunjukkan kinerja perusahaan karena menyangkut ketersediaan dana perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas yang diperoleh perusahaan, maka semakin banyak ketersediaan dana internal perusahaan. Perusahaan yang lebih mengutamakan pendanaan internal dari adanya profit yang diperoleh cenderung mengikuti *pecking order theory* untuk menghindari adanya kebangkrutan akibat gagal bayar di kemudian hari. Namun, Sebagian hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin naiknya profit perusahaan, maka semakin baik kinerja perusahaan sehingga memudahkan untuk mendapatkan akses pendanaan dari utang. Perusahaan yang memanfaatkan sumber pendanaan utang untuk memperoleh manfaat dari pajak sehingga keuntungan yang diperoleh lebih besar dibandingkan tanpa menggunakan utang. Hal ini sesuai dengan *trade-off theory*.

Likuiditas perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola atau membayar kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi cenderung tidak menggunakan

sumber pendanaan utang karena tersedianya dana internal. Perusahaan dengan rasio likuiditas tinggi memiliki sumber pendanaan internal yang mencukupi untuk memenuhi operasional perusahaan jangka pendek. Perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung menggunakan dana internalnya untuk memenuhi kebutuhan investasinya sebelum mencari alternatif penggunaan pendanaan eksternal. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* dimana perusahaan lebih cenderung mengutamakan sumber pendanaan internal untuk mengurangi risiko kebangkrutan akibat penggunaan utang.

Di sisi lain, peningkatan likuiditas menunjukkan peningkatan kinerja perusahaan dalam mengatasi kewajiban jangka pendeknya. Peningkatan likuiditas memudahkan perusahaan untuk memperoleh utang dalam struktur modalnya. Dengan demikian, peningkatan likuiditas dapat meningkatkan penggunaan utang. Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dimaksudkan untuk mendapatkan manfaat adanya pengurangan pajak. Hal ini sesuai dengan *trade-off theory* dimana suku bunga yang dibayarkan kepada kreditor merupakan pengurang pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan profitnya untuk kesejahteraan pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Sikveland M. dan Zhang D pada perusahaan Norwegia yang memproduksi salmon menunjukkan bahwa peningkatan profitabilitas berdampak pada penurunan penggunaan utang perusahaan dalam struktur permodalannya (Sikveland & Zhang, 2020). Profit yang diperoleh perusahaan menunjukkan ketersediaan dana internal sehingga tidak membutuhkan pendanaan eksternal. Penggunaan dana internal dalam hirarki struktur modal merupakan pilihan pertama sebelum pilihan lainnya karena risikonya paling rendah sesuai dengan *pecking order theory*.

Kebijakan perusahaan untuk menentukan komposisi struktur modalnya bergantung juga pada kondisi makroekonomi. Pertumbuhan ekonomi yang diukur dengan *gross domestic product* merupakan indikator keberhasilan suatu negara. Pertumbuhan ekonomi yang baik merangsang perusahaan untuk meningkatkan penjualan sehingga mampu untuk mendapatkan keuangangan yang lebih besar. Selain itu, pertumbuhan ekonomi yang baik memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan akses pendanaan semakin mudah. Oleh karena itu, pertumbuhan ekonomi berkorelasi positif terhadap penggunaan sumber pendanaan utang.

Kondisi makroekonomi lainnya yang juga menjadi penentu penggunaan utang bagi perusahaan yaitu tingkat inflasi. Tingkat inflasi yang tinggi menyebabkan biaya modal perusahaan semakin tinggi. Bagi para investor menginginkan untuk memperoleh *return* yang lebih tinggi dari pada tingkat inflasi. Begitu juga dengan kreditor yang mensyaratkan bunga yang lebih tinggi untuk mengcover tingginya inflasi. Oleh karena itu, tingkat inflasi berkorelasi negatif terhadap penggunaan sumber pendanaan utang. Perusahaan cenderung mempertahankan struktur modalnya atau bahkan mengurangi penggunaan utang selama periode inflasi. Namun hasil yang berbeda dari hasil penelitian yang dilakukan oleh (Aimola & Odhiambo, 2021). Hasil penelitiannya menunjukkan tingkat inflasi mampu meningkatkan rasio utang.

Penelitian yang dilakukan Azofra, et. Al., pada perusahaan perbankan di Eropa menunjukkan bahwa kondisi makroekonomi sangat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Faktor makroekonomi juga berdampak terhadap struktur modal perusahaan perbankan Eropa. (Azofra et al., 2020). Hasil penelitian yang dilakukan Kuc, V dan Kalicanin D yang meneliti determinan yang mempengaruhi *capital structure* pada perusahaan besar di Serbia. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa inflasi dan pengembangan perbankan mempengaruhi struktur modal perusahaan (Kuc & Kalicanin, 2021).

HIPOTESIS

Penelitian ini menggunakan faktor internal yang merupakan faktor kinerja perusahaan meliputi likuiditas, profitabilitas dan total aset perusahaan atau *firm size*. Sedangkan faktor makroekonomi yang digunakan dalam penelitian ini adalah pertumbuhan ekonomi yang diproxy dengan *growth domestic product* dan tingkat inflasi yang diproxy dengan indeks harga konsumen. Hipotesis yang dikembangkan berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu terkait rasio utang atau *capital structure* dapat disimpulkan sebagai berikut:

Hipotesis 1: *Firm size* terhadap rasio utang

H1: $\beta_1 > 0$

H1: Peningkatan *firm size* berdampak positif terhadap peningkatan rasio utang

Hipotesis ini didukung oleh Kim et al (2015); Noordin et al (2015) dan Bandanuji & Khoiruddin (2020). Perusahaan besar relatif lebih mudah mendapatkan akses pendanaan eksternal karena berkurangnya informasi asimetri. Perusahaan besar lebih mudah mendapatkan pendanaan utang sesuai dengan *trade-off theory* untuk mendapatkan manfaat pajak (Bandanuji & Khoiruddin, 2020).

Hipotesis 2: Likuiditas terhadap rasio utang

H2: $\beta_1 < 0$

H2: Peningkatan likuiditas perusahaan berdampak negatif terhadap peningkatan rasio utang

Hipotesis ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Öztekin & Flannery (2012) dan Afiezan et al. (2020) menunjukkan likuiditas berpengaruh negatif terhadap rasio utang (Afiezan et al., 2020)

Hipotesis 3: Profitabilitas terhadap rasio utang

H3: $\beta_3 > 0$

H3: Peningkatan profitabilitas berdampak positif terhadap peningkatan rasio utang

Hipotesis ini didukung oleh Harmoko (2021) yang menunjukkan hubungan positif antara profitabilitas dengan rasio utang (Harmoko Arifin & Pelita Buana, 2021). Begitu pula hasil penelitian yang dilakukan Purbosari dkk (2022) menunjukkan pengaruh positif profitabilitas terhadap rasio utang (Prubosari et al., 2022).

Hipotesis 4: Pertumbuhan ekonomi terhadap rasio utang

H4: $\beta_4 > 0$

H4: Pertumbuhan ekonomi berdampak positif terhadap peningkatan rasio utang

Hipotesis ini didukung oleh Didia & Ayokunle (2020) dan (Ezekiel, 2020) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara pertumbuhan ekonomi dan peningkatan rasio utang (Didia & Ayokunle, 2020)

Hipotesis 5: Tingkat inflasi terhadap rasio utang

H5: $\beta_5 < 0$

H5: Kenaikan inflasi berdampak negatif terhadap penurunan rasio utang

Hipotesis ini didukung oleh Draskovic et al (2020) yang menunjukkan kenaikan inflasi berdampak pada penurunan penggunaan rasio utang (Draskovic et al., 2020).

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dimana data yang bersifat numeric. Sumber data diperoleh dari data sekunder dimana data dari laporan keuangan perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017 – 2021. Teknik pengumpulan data menggunakan teknik dokumentasi dari berbagai sumber: www.idx.co.id; www.bi.go.id; www.bps.go.id; www.idnfinancials.com; www.worldbank.org; dan berbagai sumber internet lainnya.

Operasionalisasi Variabel

Operasionalisasi dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 1. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel internal dan eksternal. Variabel internal meliputi rasio utang, ukuran perusahaan, likuiditas, dan profitabilitas. Sedangkan variabel eksternal yang digunakan dalam penelitian ini meliputi pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi. Indikator dari masing-masing variabel dirangkum dalam tabel 1.

Tabel 1 – Operasionalisasi Variabel

Variabel	Indikator	Definisi	Skala
Rasio Utang (DE)	Debt to Equity Ratio (DER)	Rasio antara total utang dengan total ekuitas	Rasio
<i>Firm size</i> (FS)	Logaritme natural dari total aset	Ln total aset	Interval
Likuiditas (LQ)	Current Ratio (CR)	Rasio antara aset jangka pendek dengan kewajiban jangka pendek	Rasio
Profitabilitas (PR)	Variabel dummy dari Return on Asset (ROA)	Rasio antara laba bersih dengan total aset. Jika nilai ROA > rata-rata nilai 1. Jika nilai ROA < rata-rata nilai 0	Rasio
Pertumbuhan ekonomi (EG)	<i>Gross Domestic Product</i> (GDP)	<i>Gross Domestic Product</i> dengan acuan GDP tahun 2015	Rasio
Tingkat Inflasi (IF)	Indeks Harga Konsumen (IHK)	Indeks Harga Konsumen (IHK) dengan acuan IHK tahun 2015	Rasio

Data yang terkumpul kemudian diolah dikelompokkan berdasarkan variabel yang digunakan. Masing-masing variabel diubah menjadi indikator sesuai dengan definisi indikator yang bersangkutan dengan skala rasio. Data rasio yang diperoleh kemudian dilakukan serangkaian pengujian: pengujian analisis deskriptif untuk memperoleh gambaran sebaran data. Selanjutnya data tersebut dilakukan pengujian korelasi untuk melihat ada tidaknya korelasi antar variabel independent. Jika korelasi antar variabel independen lebih dari 0,5 ($R > 0,5$), maka salah satu variabel dieliminasi salah satunya.

Data yang terbebas dari korelasi, selanjutnya dilakukan uji regresi data panel menggunakan *software* Eviews. Pengujian regresi data panel model common effect/efek umum, fixed effect/efek tetap dan random effect/efek acak menggunakan uji Chow dan uji Hausman. Uji Chow dilakukan dengan membandingkan antara efek umum dengan efek tetap. Jika didapatkan nilai signifikansinya kurang dari 0,05 ($\alpha < 0,05$), maka model terbaik adalah model efek tetap dan sebaliknya. Uji Hausman digunakan untuk menguji antara model efek tetap dengan model efek acak. Jika nilai signifikansinya kurang dari 0,05 ($\alpha < 0,05$), maka model yang terbaik adalah model efek tetap dan sebaliknya.

Model yang terpilih kemudian dilakukan analisis mengenai dampak dari masing-masing variabel yang digunakan untuk memprediksi rasio utang. Analisis dampak dari masing-masing variabel dilakukan dengan uji parsial (uji t). Dampak dari masing-masing variabel independent dilihat dari signifikansinya (0,1; 0,05 dan 0,01). Jika tingkat signifikansinya di bawah 0,01 ($\alpha < 0,01$); maka dapat dikatakan variabel tersebut sangat signifikan terhadap rasio utang. Jika tingkat signifikansinya di bawah 0,1 ($\alpha < 0,1$), variabel tersebut masih mempengaruhi namun tidak sekuat variabel yang signifikansinya di bawah 0,01 ($\alpha < 0,01$). Sedangkan pengujian model secara keseluruhan dilakukan dengan melihat koefisien determinasi (R^2) dan/atau uji simultan (uji F).

Model regresi data panel

Model yang terpilih kemudian dituliskan dalam bentuk persamaan regresi data panel. Persamaan regresi data panel dituliskan berdasarkan notasi variabel-variabel yang digunakan ditambah dengan eror yang menunjukkan variabel-variabel lain yang mungkin berpengaruh tetapi tidak diikutsertakan dalam penelitian. Regresi data panel dapat dituliskan sebagai berikut:

$$DE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FS_{i,t} + \beta_2 LQ_{i,t} + \beta_3 PR_{i,t} + \beta_4 EG_t + \beta_5 IF_t + \epsilon_{i,t}$$

Dimana:

$DE_{i,t}$ = rasio utang perusahaan i periode t

β_0 = konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = koefisien regresi masing-masing variabel

$FZ_{i,t}$ = *firm size* perusahaan i periode t

$LQ_{i,t}$ = likuiditas perusahaan i periode t

$PR_{i,t}$ = profitabilitas perusahaan i periode t

EG_t = pertumbuhan ekonomi periode t

IF_t = tingkat inflasi periode t

$\epsilon_{i,t}$ = *error term*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Deskripsi statistik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi nilai rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum dan deviasi standar. Nilai dari deskripsi statistik dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2 - Deskripsi Statistik

Item	DE	FS	LQ	PR	EG	IF
Mean	1.2580	28.5134	2.5580	0.0939	3.4168	2.7038
Median	0.5729	28.2353	2.5471	0.0773	5.0698	3.0306
Maximum	4.2279	30.8762	7.8123	0.9210	5.2135	3.8088
Minimum	0.0906	25.7957	0.2662	-0.0303	-2.0650	1.5601
Std. Dev.	1.2093	1.2469	1.4894	0.1333	2.8249	0.8435

Nilai rata-rata profitabilitas (PR) perusahaan farmasi dalam penelitian ini sebesar 0,0939. Dalam pengolahan data digunakan variabel dummy, dimana jika nilai profitabiloitas di atas nilai rata-ratanya, maka diberi kode 1. Sedangkan jika nilai profitabilitasnya di bawah nilai rata-ratanya di beri angka 0.

Korelasi Matrik

Korelasi matrik antar variabel independent dimaksudkan untuk menguji variabel independen yang memiliki korelasi di atas 0,5 ($r > 0,5$). Jika dua variabel memiliki korelasi di atas 0,5 ($r > 0,5$), maka salah satu variabelnya harus dieliminasi salah satunya untuk memperbaiki model. Tabel 3 berikut menunjukkan korelasi matrik antar variabel independen.

Tabel 3 – Korelasi Matrik

Variabel	FS	LQ	PR	EG	IF
FS	1				
LQ	0.1489	1			
PR	0.0407	0.2464	1		
EG	-0.0464	0.1216	0.0684	1	
IF	-0.1127	0.1095	0.0803	0.6206	1

Besaran korelasi matrik secara umum ditunjukkan dengan nilai koefisien korelasi (r) seperti ditunjukkan pada tabel 4. Nilai koefisien korelasi antara 0 (nol) sampai 1 (satu). Nilai koefisien korelasi 0, artinya tidak ada hubungan sama sekali antar variabel tersebut. Sedangkan nilai koefisien korelasi 1 menunjukkan korelasi sempurna anatar variabel tersebut. Tanda korelasi ditunjukkan dengan negatif atau positif di depan nilai koefisien korelasi. Jika tanda di depan koefisien korelasi positif (+), artinya kedua variabel

tersebut memiliki hubungan positif. Sedangkan hubungan sebaliknya yaitu hubungan negatif (-) yang artinya menunjukkan hubungan berlawanan antar variabel tersebut.

Tabel 4 – Koefisien Korelasi

Koefisien Koelasi (r)	Hubungan
0,00 – 0,20	Korelasi sangat lemah
0,20 – 0,40	Korelasi lemah
0,40 – 0,60	Korelasi cukup kuat
0,60 – 0,80	Korelasi kuat
0,80 – 1,00	Korelasi sangat kuat

Korelasi terbesar terjadi antara variabel pertumbuhan ekonomi (EG) dengan tingkat inflasi (IF) sebesar 0,6206 (69,06%). Hal ini menunjukkan bahwa korelasi antara EG dan IF cukup kuat sehingga harus dieliminasi salah satunya dalam membuat persamaan regresi data panel. Pertumbuhan ekonomi meningkat, maka tingkat inflasi juga meningkat. Begitu pula sebaliknya, perlambatan pertumbuhan ekonomi berdampak pada penurunan tingkat inflasi. Pada saat pertumbuhan ekonomi mengalami perlambatan, maka daya beli masyarakat juga rendah sehingga terjadi penurunan harga karena penurunan *demand*.

Uji model

Uji model yang pertama adalah uji Chow untuk memilih antara model efek umum dengan model efek tetap. Hasil uji chow menunjukkan nilai signifikansi di bawah 0,05 ($0,0000 < 0,05$), maka model yang lebih baik adalah model efek tetap. Tabel – 5 menunjukkan hasil uji Chow.

Tabel 5 – Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	19.1864	(10,40)	0.0000
Cross-section Chi-square	96.6500	10	0.0000

Selanjutnay dilakukan uji Hausman untuk menguji model terbaik antara model efek tetap dengan model efek acak. Hasil uji menunjukkan tingkat signifikansi dari uji Hausman kurang dari 0,05 ($0,0011 < 0,05$) yang artinya model efek tetap lebih baik dari model efek random. Model efek tetap selanjutnya digunakan dalam menganalisis dampak dari masing-masing variabel. Tabel 6 berikut menunjukkan hasil regresi data panel model efek tetap.

Tabel 6 – Hasil Regresi Model Efek Tetap

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-33.9612	7.5104	-4.5219	0.0001
FS	1.2483	0.2603	4.7961	0.0000
LQ	-0.1360	0.0690	-1.9713	0.0556
PR	-0.4029	0.1927	-2.0916	0.0429
EG	0.0353	0.0216	1.6316	0.1106

Hasil regresi model efek tetap tersebut menunjukkan faktor internal perusahaan: *firm size* (FS), likuiditas (LQ) dan profitabilitas (PR) berdampak terhadap rasio utang perusahaan farmasi. Sedangkan faktor eksternal: pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi tidak berdampak terhadap rasio utang perusahaan. Nilai koefisien determinasi yang ditunjukkan dengan nilai adjusted R² sebesar 0,8710 (87,10%). Sedangkan nilai uji simultan (Uji F) sebesar 27,05 dengan signifikansi 0,0000 yang dapat dikatakan bahwa model

penentuan rasio utang dengan predictor yang digunakan memenuhi *good fit*.

Dampak firm size terhadap rasio utang

Hasil uji parsial yang ditunjukkan pada tabel 6, *firm size* berdampak positif terhadap rasio utang. Perusahaan besar relatif lebih mudah untuk mendapatkan akses pendanaan dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar kecil kemungkinannya mengalami kebangkrutan sehingga kreditor percaya untuk meminjamkan dananya kepada perusahaan tersebut. Hal lain yang menyebabkan peningkatan utang bagi perusahaan besar adalah nilai aset tetap yang dijadikan agunan relatif besar sehingga memudahkan akses pendanaan lewat utang. Penggunaan utang sangat Bermanfaat bagi perusahaan untuk mendapatkan manfaat utang dalam pengurangan pajak sesuai dengan *trade-off theory*. Perusahaan besar membayar pajak relatif besar sehingga perusahaan besar lebih konsen dalam kebijakan *capital structure* untuk mengurangi embayaran pajak melalui penggunaan sumber pendanaan utang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh peneliti terdahulu diantaranya Kim et al (2015); Noordin et al (2015) dan Bandanuji & Khoiruddin (2020). Hasil penelitian ini lebih mendukung *trade-off theory* dibandingkan dengan *pecking order theory*.

Dampak likuiditas terhadap rasio utang

Hasil uji parsial yang ditunjukkan pada tabel 5, likuiditas berdampak negatif terhadap rasio utang. Peningkatan likuiditas berdampak terhadap penurunan rasio utang dimana semakin tinggi likuiditas artinya semakin besar aset jangka pendek yang dimiliki perusahaan. Ketersediaan aset jangka pendek merupakan sumber permodalan internal yang risikonya relatif lebih rendah. Perusahaan mengutamakan ketersediaan pendanaan internal terlebih dahulu sebelum mencari sumber permodalan lainnya dari eksternal. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* dimana perusahaan mengutamakan ketersediaan dana internal terlebih dahulu sebelum mencari alternatif sumber pendanaan eksternal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh oleh Öztekin & Flannery (2012) dan Afiezan et al. (2020). Hasil penelitian ini lebih mendukung *pecking order theory* daripada *trade-off theory*.

Dampak profitabilitas terhadap rasio utang

Hasil uji parsial yang ditunjukkan pada tabel 5, profitabilitas berdampak negatif terhadap rasio utang. Peningkatan profitabilitas berdampak terhadap penurunan rasio utang dimana semakin tinggi profitabilitas artinya semakin besar ketersediaan pendanaan yang dimiliki perusahaan. Ketersediaan dana internal merupakan sumber permodalan internal yang risikonya relatif lebih rendah dibandingkan pendanaan dari utang. Perusahaan mengutamakan ketersediaan pendanaan internal terlebih dahulu sebelum mencari sumber permodalan lainnya dari eksternal. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* dimana perusahaan mengutamakan ketersediaan dana internal terlebih dahulu sebelum mencari alternatif sumber pendanaan eksternal. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Harmoko (2021) dan Purbosari et al (2022). Hasil penelitian ini lebih mendukung *pecking order theory* daripada *trade-off theory*.

Dampak pertumbuhan ekonomi terhadap rasio utang

Hasil uji parsial yang ditunjukkan pada tabel 5, yang ditunjukkan dengan pertumbuhan ekonomi tidak berdampak terhadap rasio utang. Selama periode penelitian pertumbuhan ekonomi berkisar antara 3,42% dengan nilai maksimum 5,21% dan minimum -2,07% yang terjadi pada saat pandemi covid-19 pada tahun 2020. Pertumbuhan ekonomi diikuti dengan tingkat inflasi. Pertumbuhan ekonomi meningkat, maka inflasi juga meningkat. Begitupun sebaliknya, pertumbuhan ekonomi melambat, maka inflasi juga menurun. Hal ini ditunjukkan dengan nilai korelasi antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi yang cukup kuat. Kondisi makroekonomi ini dapat dikatakan stabil sehingga tidak mempengaruhi aksi perusahaan untuk melakukan peningkatan utang. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Didia & Ayokunle (2020) dan (Ezekiel, 2020) yang menunjukkan adanya hubungan positif

antara pertumbuhan ekonomi dan peningkatan rasio utang.

Dampak tingkat inflasi terhadap rasio utang

Tingkat inflasi memiliki korelasi yang positif kuat dengan pertumbuhan ekonomi. Hasil uji parsial yang ditunjukkan pada tabel 5, yang ditunjukkan dengan pertumbuhan ekonomi tidak berdampak terhadap rasio utang yang artinya tingkat inflasi juga tidak memiliki pengaruh terhadap rasio utang. Selama periode penelitian pertumbuhan ekonomi berkisar antara 2,70% dengan nilai maksimum 3,81% dan minimum -1,56% yang terjadi pada saat pandemi covid-19 pada tahun 2020. Tingkat inflasi yang terjadi selama periode penelitian masih di bawah pertumbuhan ekonomi sehingga masih aman bagi perusahaan. Pertumbuhan ekonomi meningkat, maka inflasi juga meningkat. Peningkatan pertumbuhan ekonomi diikuti oleh peningkatan tingkat inflasi. Begitupun sebaliknya, pertumbuhan ekonomi melambat, maka inflasi juga menurun. Hal ini ditunjukkan dengan nilai korelasi antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi yang cukup kuat. Kondisi makroekonomi ini dapat dikatakan stabil sehingga tidak mempengaruhi aksi perusahaan untuk melakukan peningkatan utang. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Didia & Ayokunle (2020) dan (Ezekiel, 2020) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara pertumbuhan ekonomi dan peningkatan rasio utang

KESIMPULAN

Rasio utang merupakan kebijakan perusahaan untuk mengurangi risiko dan mendapatkan manfaat dari penggunaan utang. Hasil pengujian regresi data panel menunjukkan faktor internal lebih dominan perannya dibandingkan faktor eksternal. Oleh karena itu, sangat penting bagi pelaku kebijakan untuk memperhatikan kebijakan struktur modal perusahaan. Faktor internal yang digunakan adalah *firm size*, likuiditas dan profitabilitas yang semuanya mempengaruhi rasio utang/*capital structure*. Peningkatan nilai *firm size* mampu meningkatkan rasio penggunaan utang dimana perusahaan besar sangat mudah mengakses sumber pendanaan dari utang. Sedangkan likuiditas dan profitabilitas berdampak pada penurunan penggunaan utang. Peningkatan likuiditas dan profitabilitas mengindikasikan ketersediaan pendanaan internal sehingga perusahaan mengurangi penggunaan sumber pendanaan eksternal.

Faktor eksternal dengan melihat kondisi makroekonomi yang diproyeksi dengan pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi tidak menunjukkan peningkatan maupun penurunan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi selalu beriringan dimana peningkatan maupun penurunan pertumbuhan ekonomi diikuti dengan peningkatan atau penurunan tingkat inflasi. Pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi selama periode penelitian masih cukup stabil sehingga tidak mempengaruhi perusahaan farmasi untuk mengurangi atau meningkatkan sumber penggunaan dana dari utang.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, I. (2020). PENGARUH LIKUIDITAS DAN LEVERAGE TERHADAP PENGHINDARAN PAJAK PADA PERUSAHAAN MAKANAN DAN MINUMAN. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis*, 20(1), 16–22. <https://doi.org/10.30596/jrab.v20i1.4755>
- Abel, A. B., Thank, I., Campbell, J., Glode, V., Gomes, J., Goulding, C., Kihlstrom, R., Mc-Donald, B., Rampini, A., Richard, S., Roberts, M., Shourideh, A., & Whited, T. (2015). *NBER WORKING PAPER SERIES OPTIMAL DEBT AND PROFITABILITY IN THE TRADEOFF THEORY*. <http://www.nber.org/papers/w21548>
- Afiezan, A., Wijaya, G., Priscilia, P., & Claudia, C. (2020). The Effect of Free Cash Flow, Company Size, Profitability and Liquidity on Debt Policy for Manufacturing Companies Listed on IDX in 2016-2019 Periods. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 3(4), 4005–4018. <https://doi.org/10.33258/birci.v3i4.1502>

- Aimola, A. U., & Odhiambo, N. M. (2021). Public debt and inflation: empirical evidence from Ghana. *Development Studies Research*, 8(1), 1–13. <https://doi.org/10.1080/21665095.2021.1872392>
- Ayu, I. (2021, August 25). *Bukan Paling Cuan, Begini Kondisi Industri Farmasi Selama Pandemi*. <https://Ekonomi.Bisnis.Com/Read/20210825/257/1433884/Bukan-Paling-Cuan-Begini-Kondisi-Industri-Farmasi-Selama-Pandemi>.
- Azofra, V., Rodriguez-Sanz, J. An., & Velasco, P. (2020). The role of macroeconomic factors in the capital structure of European firms: How influential is bank debt? *Finance*, 69, 494–514.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–3.
- Bandanuji, A., & Khoiruddin, M. (2020). Management Analysis Journal the Effect of Business Risk and Firm Size on Firm Value with Debt Policy as Intervening Variable Article Information. In *Management Analysis Journal* (Vol. 9, Issue 2). <http://maj.unnes.ac.id>
- Didia, D., & Ayokunle, P. (2020). External Debt, Domestic Debt and Economic Growth: The Case of Nigeria. *Advances in Economics and Business*, 8(2), 85–94. <https://doi.org/10.13189/aeb.2020.080202>
- Draskovic, V., Streimikiene, D., Markowitz, H. M., Laureate, N., Williamson, O. E., Blenman, L., Pusica, M., Draskovic Jelcic, N., Ognjenovic, R., Belás, J., Balezentis, T., Borkowski, B., Chernov, V., Dinu, V., Ge, W., Kravchenko, S., & Kulapov, M. (2020). Editor in Chief Co-Editors Advisory Board Technical Editors. In *Montenegrin Journal of Economics* (Vol. 16, Issue 2). <http://www.mnje.com>
- Ezekiel, A. I. (n.d.). *EFFECT OF PUBLIC DEBT ON ECONOMIC GROWTH OF NIGERIA: AN EMPIRICAL INVESTIGATION*. <https://www.researchgate.net/publication/343151228>
- Fangestu, F., Ade Putra, Y., Liawardi, L., & Adam Afiezan, H. (2020). PENGARUH KINERJA KEUANGAN, TATA KELOLA PERUSAHAAN YANG BAIK (GCG) DAN TANGGUNG JAWAB SOSIAL PERUSAHAAN (CSR) TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PERTAMBANGAN YANG ADA DI BURSA EFEK INDONESIA PADA PERIODE 2014-2018. *JIMEA: Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi*, 4(3).
- Fatriandra, L. (2022, March 2). Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Pada Era Pandemi Covid-19. <https://Retizen.Republika.Co.Id/Pots/63055/Pertumbuhan-Ekonomi-Indonesia-Pada-Era-Pandemi-Covid-19>.
- Harmoko Arifin, A., & Pelita Buana, S. (2021). SEIKO: Journal of Management & Business Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Farmasi di Bursa Efek Indonesia. *SEIKO: Journal of Management & Business*, 4(2), 487–495. <https://doi.org/10.37531/sejaman.v5i1.1587>
- Haryono, E. (2022, February 24). Inflasi 2021 tetap rendah. <https://www.Bi.Go.Id/Id/Publikasi/Ruang-Media/News-Release/Pages/Sp-240222>.
- Hovakimian, A., & Li, G. (2011). In search of conclusive evidence: How to test for adjustment to target capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 33–44. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.07.004>
- Kartika Dewi, N. P. I., & Abundanti, N. (2019). PENGARUH LEVERAGE DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL MEDIASI. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(5), 3028. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i05.p16>
- Khan, K., Qu, J., Shah, M. H., Bahh, K., & Khan, I. U. (2020). Do Firm Characteristics Determine Capital Structure of Pakistan Listed Firm? A Quantile Regression Approach. *Journal of Asian Finance, Economic and Business*, 7(5), 061–072.
- Khotimah, K., Yuliana, I., Manajemen, J., & Ekonomi, F. (2020). PENGARUH PROFITABILITAS TERHADAP PREDIKSI KEBANGKRUTAN (FINANCIAL DISTRESS) DENGAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL MODERATING (Studi pada perusahaan yang tergabung dalam pada Sub Sektor Semen tahun 2014-2018) (Vol. 10, Issue 1). <http://jurnalfe.ustjogja.ac.id>
- Kuc, V., & Kalicanin, D. (2021). Determinants of the capital structure of large companies: Evidence from Serbia. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 34(1), 590–607.
- 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.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Myers, S. (1974). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting. *The Journal of Finance*, 29(1), 1–25. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1974.tb00021.x>
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Novika, S. (2021, April 12). Seberapa Tangguh Sektor Industri Hadapi Pandemi? <https://Finance.Detik.Com/Industri/d-5529931/Seberapa-Tangguh-Sektor-Industri-Hadapi-Pandemi>.
- Riset Ekonomi dan Bisnis, J., Dian Indriana Tri Lestari, R., Purbo Sari, T., Nurfarichah, D., & Artikel, I. (2022). Pengaruh Likuiditas dan Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi profitabilitas. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Bisnis*, 15(3).
- Sikveland, M., & Zhang, D. (2020). Determinant of capital structure in the Norwegian salmon aquaculture industry. *Marine Policy*, 119.
- Spence, M. (2002). Signaling in Retrospect and Informational Structure of Markets. *American Economic Review*, 92(3), 434–459.
- Wicaksono, D. (2021). PENGARUH PROFITABILITAS, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DAN. KINERJA *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 3(2).
- Yusuf, N. F. (2022, March 24). Industri farmasi nasional tumbuh 10,81 persen selama pandemi. <https://www.Antaranews.Com/Berita/2780309/Industri-Farmasi-Nasional-Tumbuh-1081-Persen-Selama-Pandemi>.