

**PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP
TINGKAT *LEVERAGE* PADA PERUSAHAAN PUBLIK
DI BURSA EFEK JAKARTA**

Azib*)

Abstract :

The objective of this research is to identify the effect of firm characteristics (firm size, and asset growth, and profitability) simultaneously and individually on leverage rate at public firm of manufacturer sector listed in Jakarta Stock Exchange (BEJ).

According to the objective, this research are explanatory research, is done by survey method on public firm of manufacturer sector listed in Jakarta Stock Exchange (BEJ) with firm population amount of 157. The minimal samples were taken in the amount of 84 firm based on Yamane method.

This research used cross section data in the year at 2001 - 2003. This study used Multiple Regression model, furnished with tests on classical assumptions, such as multicollinearity, heteroscedasticity, and autocorrelation.

Based on multiple regression model of analysis, the results are that firm characteristics (firm size, and asset growth, and profitability) simultaneously and individually have influence on leverage rate at public firm of manufacturer sector listed in Jakarta Stock Exchange (BEJ).

Keyword : *firm characteristics and leverage rate*

I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara, karena pasar modal sekaligus menjalankan dua fungsi, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang

* Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Islam Bandung

mempunyai dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka pihak investor dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan (*return*) dan pihak issuer (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan kegiatan operasional tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan.

Dengan adanya pasar modal diharapkan aktivitas perekonomian menjadi meningkat karena hal ini merupakan alternatif pendanaan bagi perusahaan-perusahaan. Keberadaan pasar modal memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk meningkatkan sumber dananya dan memperbaiki struktur modalnya sehingga perusahaan dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar dengan struktur modal lebih sehat.

Kehidupan pasar modal di Indonesia selama masa dekade pertama (1977-1987) sangatlah lamban perkembangannya, tercatat hanya ada 24 perusahaan *go-public* yang berarti hanya ada rata-rata dua perusahaan setiap tahunnya yang *go-public*. Hal ini disebabkan proses maupun persyaratan penawaran umum di Indonesia pada waktu itu memang rumit dan berkepanjangan, sehingga mengecilkan minat perusahaan-perusahaan yang akan *go-public*. Jika dilihat dari faktor ekonomis, hal ini disebabkan oleh biaya emisi jauh lebih mahal dibandingkan dengan menerbitkan instrumen hutang. (Suad Husnan, 2000)

Namun sejak dikeluarkan berbagai Paket Deregulasi dari tahun 1987 hingga September 1997, memberikan angin segar bagi pasar modal Indonesia dimana deregulasi tersebut, proses emisi menjadi lebih sederhana dan penanganan proses serta evaluasi di Bapepam dilakukan secara cepat dan sistematis tanpa mengorbankan faktor kualitas penelitian dan penilaian terhadap calon emiten. Berbagai kebijakan tersebut, telah mendorong pasar modal Indonesia mengalami perkembangan yang pesat yang dapat ditunjukkan pada Tabel 1.1.

Berdasarkan Tabel 1.1. dapat dijelaskan, yaitu pada tahun 1988 jumlah emiten hanya mencapai 24 perusahaan kemudian melonjak menjadi 343 perusahaan pada tahun 2003 dengan laju pertumbuhan 26,21 persen per tahun.

Jumlah kapitalisasi pasar juga mengalami peningkatan yang sangat luar biasa yaitu dari Rp 481 Milyar pada tahun 1988 meningkat menjadi Rp 286 triliun pada tahun 2003 atau meningkat dengan laju pertumbuhan sebesar 3951,22 persen pertahun. Faktor-faktor yang menjadi pertimbangan manajemen tentang aktivitas pendanaan melalui pasar modal merupakan refleksi dari motivasi manajemen untuk terus dapat meningkatkan nilai perusahaan atau kinerja keuangan perusahaan.

Tabel 1.1 : Perkembangan Pasar Modal Indonesia tahun 1980-2003 Berupa Jumlah Emiten, Kapitalisasi Pasar, dan IHSG.

Tahun	Jumlah Emiten	Growth (%)	Kapitalisasi Pasar (Milyar Rp)	Growth (%)	IHSG	Growth (%)
1980	6	-	41	-	103,54	-
1981	8	33,33	49	19,51	100,26	- 3,17
1982	13	62,50	99	102,04	95,00	-5,25
1983	23	76,92	103	4,04	85,62	-9,87
1984	24	4,35	91	-11,65	67,68	-20,95
1985	24	-	89	-2,19	66,53	-1,70
1986	24	-	94	5,62	69,69	4,75
1987	24	-	112	19,15	82,58	18,50
1988	24	-	481	329,46	305,12	269,48
1989	57	137,50	4.436	822,24	399,69	30,99
1990	132	131,58	12.517	182,17	417,79	4,53
1991	141	6,82	16.476	31,63	247,39	-40,78
1992	155	9,93	24.873	50,96	274,33	10,89
1993	174	12,26	70.251	182,44	588,76	114,62
1994	216	24,14	103.835	47,80	500,74	-14,95
1995	238	10,18	152.246	46,62	513,84	2,62
1996	253	6,30	215.026	41,23	637,43	24,05
1997	282	11,46	159.929	-25,62	401,71	-36,98
1998	288	2,13	175.729	9,88	398,03	-0,92
1999	277	-3,82	451.815	157,11	676,91	70,06
2000	287	3,61	259.620	-42,54	416,32	-38,50
2001	316	10,10	239.258	-7,84	392,04	-5,83
2002	331	4,75	268.442	12,20	424,94	8,39
2003	343	3,63	285.562	6,38	578,50	36,14

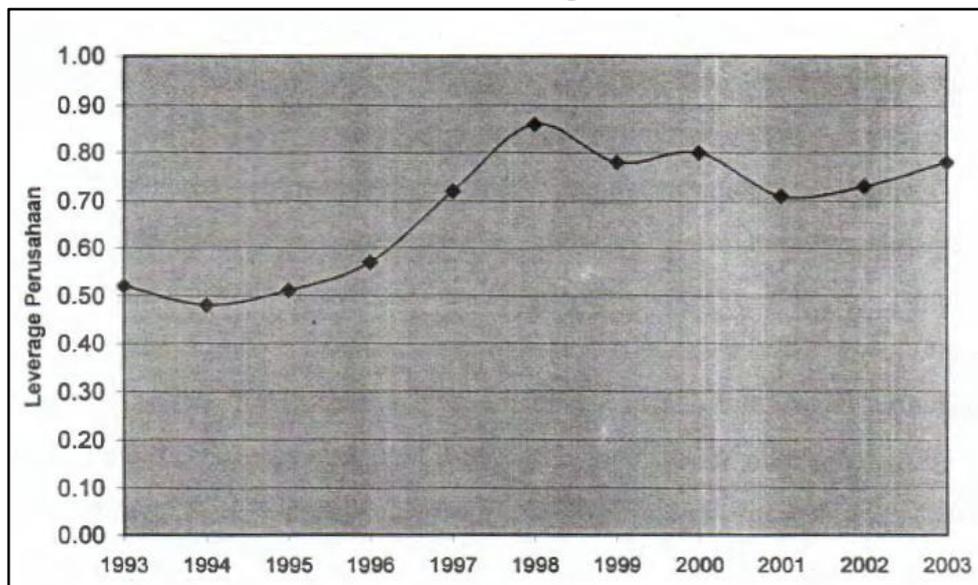
Sumber: JSX *Monthly Statistic* (Diolah)

Keputusan manajemen tentang sumber pendanaan melalui pasar modal, yaitu mengenai pilihan pendanaanya antara hutang atau ekuitas, tercermin dalam

struktur modalnya, yang merupakan komposisi dari hutang dan ekuitas. Perubahan komposisi dari hutang dan ekuitas perusahaan dipengaruhi oleh aktivitas pendanaan perusahaan, yang berupa perubahan hutang, perubahan ekuitas, maupun perubahan laba ditahan.

Fenomena struktur modal yang terjadi pada perusahaan publik non keuangan di BEJ, sebagaimana diperlihatkan pada Gambar 1.1. di bawah ini:

Gambar 1.1. Grafik Perkembangan Rata-rata *Leverage* Tahunan untuk Perusahaan Publik Non Keuangan Tahun 1993-2003



Sumber : BEJ Report, 1993 – 2003

Pola struktur modal sebagaimana tersebut di atas, menjelaskan bahwa komposisi struktur modal perusahaan publik non keuangan selama periode 1993 - 2003, menunjukkan komposisi struktur modal yang lebih banyak didominasi oleh hutang, sebagaimana diperlihatkan oleh tingkat *leverage* di atas 60%. Fenomena ini mengindikasikan bahwa sumber pendanaan perusahaan publik non keuangan dalam jangka panjang sangat tergantung pada hutang (*leverage* yang tinggi). Padahal di

saat kondisi ekonomi menurun, maka resiko yang akan ditanggung investor lebih besar.

Dominasi hutang atas ekuitas perusahaan sesuai dengan prediksi **Myers** (1984), serta **Myers** dan **Majluf** (1984), yang menyatakan bahwa perusahaan akan melepas ekuitas untuk meningkatkan kapasitas hutang. Dengan tingkat leverage di atas 60% (lihat gambar 1.1.) tentunya dapat menciptakan risiko yang berlebihan bagi perusahaan, serta dapat mengganggu tingkat kinerja perusahaan. Menurut **Lasher** (2003 : 431), struktur modal optimal untuk perusahaan bisnis adalah tingkat hutang antara 30% - 50%. Walau kriteria ini bukan merupakan peraturan yang baku, namun telah menjadi kebijakan yang diterima sebagai pedoman umum dalam mengelola struktur modal perusahaan.

Fenomena dari uraian di atas, bila dikaitkan dengan teori struktur modal dan hasil penelitian terdahulu, maka ada beberapa hal yang perlu dicatat, yaitu :

1. Mengacu pada teori *trade off*, perusahaan dipandang sebagai suatu *setting* dari suatu target rasio hutang dengan nilai perusahaan, di mana perusahaan secara bertahap akan menuju target tersebut (**Myers**, 1977, 1984). Mengamati fenomena struktur modal jangka panjang perusahaan publik non keuangan di BEJ, secara umum belum dapat disimpulkan apakah perusahaan mempunyai target *leverage* tertentu atau optimal. Namun bila mengacu kepada **Ross**, et. al. (1999), maka *leverage* optimal tidak ada, tetapi yang ada adalah pola empiris sebagai dasar etika memformulasikan kebijakan struktur modal perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya ketidak sempurnaan pasar yang merupakan persoalan dunia nyata. Fenomena struktur modal perusahaan publik non keuangan di BEJ mempunyai pola, yaitu perusahaan cenderung mempunyai rasio *leverage* yang meningkat.
2. Berbeda dengan teori *trade off*, dalam teori *pecking order*, perusahaan lebih menyukai dana internal dibanding dengan dana eksternal, dan hutang lebih disukai dari pada ekuitas (**Myers** dan **Majluf**, 1984).

Lasher (2003 : 430), mengemukakan bahwa komposisi tingkat hutang dengan ekuitas disuatu perusahaan akan bervariasi sesuai dengan karakteristik perusahaan dan kondisi ekonomi. Karakteristik perusahaan adalah sifat khas atau spesifikasi suatu perusahaan yang membedakannya dengan perusahaan lain seperti pertumbuhan aset, volatilitas pendapatan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas perusahaan. Sebagai contoh, sebuah perusahaan pada bisnis yang relatif memiliki volatilitas tinggi akan menggunakan lebih sedikit *leverage* dari pada perusahaan pada bisnis yang stabil. Sebab, tingginya resiko bisnis digabung dengan tingginya *leverage* akan menghasilkan perusahaan dengan resiko yang amat tinggi. Sehubungan dengan kondisi ekonomi, investor akan lebih sensitif pada risiko ketika kondisi ekonomi memburuk. Sehingga tingkat *leverage* optimal akan lebih rendah karena investor akan dihadapkan pada peningkatan resiko.

Voulgaris et al. (2002 : 1382), menyatakan bahwa berdasarkan teori dan praktek keuangan bisnis, leverage tidaklah konstan dalam suatu sektor atau industri, namun tergantung dari karakteristik perusahaan tertentu. Dalam penelitiannya, variabel karakteristik yang digunakan dalam mengukur leverage perusahaan manufaktur di Jerman adalah pertumbuhan aset, profitabilitas, dan ukuran perusahaan,.

Sedangkan penelitian **Ozkan** (2001) di Inggris menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan yang berpengaruh terhadap leverage perusahaan adalah pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, *profitabilitas*, dan likuiditas. Dalam penelitiannya, **Wald** (1999) juga menggunakan karakteristik perusahaan yaitu pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan perusahaan, dan inventaris untuk dapat memberikan pengertian yang lebih mendalam mengenai struktur modal dalam perspektif internasional (Jepang, Prancis, Jerman, Inggris, dan Amerika).

Berdasarkan fenomena dan hasil penelitian tersebut diatas, penulis tertarik untuk mengkaji kembali mengenai tingkat *leverage* perusahaan yang dipengaruhi oleh karakteristik perusahaannya. Beberapa pertimbangan yang menjadi dasar

penulis tertarik untuk mengkaji kembali mengenai *leverage* dan karakteristik perusahaan, adalah : (1) Struktur modal pada perusahaan di Indonesia, lebih dominan berasal dari sumber eksternal dibandingkan sumber internal, dan (2) pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia terjadi *leverage* yang tinggi. Padahal disaat kondisi ekonomi menurun, dengan tingkat *leverage* yang tinggi maka risiko yang akan ditanggung makin tinggi pula.

1.2. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka dapat diidentifikasi masalah penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimanakah pengaruh variabel ukuran perusahaan, pertumbuhan aset, dan profitabilitas secara parsial terhadap tingkat leverage pada perusahaan publik sektor industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
2. Bagaimanakah pengaruh variabel ukuran perusahaan, pertumbuhan aset, dan profitabilitas secara bersama-sama terhadap tingkat leverage pada perusahaan publik sektor industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

II. KAJIAN PUSTAKA

2.1. Karakteristik Perusahaan

Lasher (2003 : 430), mengemukakan bahwa komposisi tingkat hutang dengan ekuitas disuatu perusahaan akan bervariasi sesuai dengan karakteristik perusahaan dan kondisi ekonomi. Karakteristik perusahaan adalah sifat khas atau spesifikasi suatu perusahaan yang membedakannya dengan perusahaan lain, yang terdiri dari seperti pertumbuhan aset, volatilitas pendapatan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas perusahaan.

Sebagaimana juga dikemukakan oleh **Wald** (1999), bahwa adanya perbedaan karakteristik perusahaan, akan menyebabkan perbedaan pada komposisi struktur modalnya, dan keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan. **Ozkan**

(2001) mengemukakan pula bahwa karakteristik perusahaan dapat mempengaruhi keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan dan *leverage* perusahaan.

Karakteristik perusahaan yang digunakan oleh **Wald** (1999), yang dapat mempengaruhi keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan adalah pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan perusahaan, dan inventaris. Sedangkan karakteristik perusahaan yang digunakan **Ozkan** (2001) dalam mempengaruhi keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan terdiri dari pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, profitabilitas, dan likuiditas perusahaan.

Rajan dan Zingales (1995), dalam penelitiannya tentang struktur modal untuk negara-negara G-7, mengemukakan variabel-variabel yang termasuk dalam karakteristik perusahaan dan berpengaruh terhadap leverage perusahaan adalah ukuran perusahaan, kesempatan pertumbuhan, dan profitabilitas.

Pertumbuhan Aset, mencerminkan pertumbuhan sumber daya yang berupa aset yang dimiliki oleh perusahaan, diukur dari perbedaan nilai total aset antara akhir dengan awal tahun dibagi dengan nilai total aset awal tahun.

Pertumbuhan aset menunjukkan nilai jaminan dari aset perusahaan (*collateral value of assets*) (**Titman and Wessels**, 1988, **Wald**, 1999, **Ozkan**, 2001). Semakin tinggi aset perusahaan yang dapat dijamin, semakin besar hutang dengan jaminan (secured debt) yang dapat diperoleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki jaminan akan cenderung menggunakan hutang lebih besar. Investor (kreditor) akan selalu memberikan pinjaman bila ada jaminan (**Wahidahwati**, 2001). **Brigham and Gapenski** (1996) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan pinjaman dari pada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. **Titman and Wessels** (1988) menggunakan variabel pertumbuhan aset dalam mengukur keputusan sumber pembiayaan perusahaan, apakah menggunakan utang atau sekuritas.

Myers and Majluf (1984), menemukan keunggulan dari aset untuk menerbitkan hutang. Menurutnya, karena manajemen menguasai informasi perusahaan lebih baik dari pada pemegang saham, maka penerbitan saham baru akan menimbulkan biaya keagenan akibat informasi yang tidak seimbang. Salah satu jalan keluar untuk menghindari biaya keagenan antara manajemen dengan pemegang saham adalah dengan menerbitkan hutang dengan jaminan (*secured debt*) properti.

Dengan alasan ini maka perusahaan yang memiliki aset yang dapat digunakan sebagai jaminan (*collateral assets*) untuk memperoleh hutang (*secured debt*) memungkinkan menerbitkan lebih banyak hutang untuk memperoleh kesempatan investasi yang lebih baik. Ini berarti hutang sebagai kompromi antara pihak manajemen dengan pemegang saham.

Hasil penelitian oleh **Jensen and Meckling** (1976) dan **Myers** (1977) menyebutkan bahwa pemegang saham dari perusahaan yang leverage terdorong melakukan investasi kurang optimal (*suboptimal*) untuk mengambil alih kesejahteraan bondholders. Adanya dorongan ini menyebabkan hubungan positif antara debt ratio dengan kapasitas perusahaan untuk menjaminkan hutangnya.

Wahidahwati (2001) menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan, menggunakan pertumbuhan aset sebagai variabel kontrol. Hasil uji pengaruh secara simultan menunjukkan pengaruh yang signifikan. Secara partial pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap rasio hutang.

Sedangkan **Brailsford, Oliver and Pua** (2002) untuk mengukur struktur model menurut teori keagenan, menggunakan variabel pertumbuhan tahun dari aset (*growth*). pertumbuhan aset adalah pertumbuhan rata-rata dari total aset selama tiga tahun. Mereka berargumentasi bahwa tingkat pertumbuhan yang tinggi menunjukkan fleksibilitas yang lebih tinggi dalam investasi dimasa yang akan datang dan menawarkan kesempatan yang lebih besar untuk mengambil alih kesejahteraan dari debtholder. Jadi *growth* berhubungan terbalik dengan debt ratio. Alternatifnya

adalah tingkat pertumbuhan yang tinggi menunjukkan kemampuan laba dan sukses perusahaan dalam mengelola sumberdaya dalam perusahaan. Ini dikaitkan bersama dengan informasi asimetris yang rendah bersama biaya ekuitas (**Myers and Majluf**, 1984) dan karenanya lebih menyukai ekuitas dari pada hutang. Jadi umumnya pendapat mereka, ada hubungan negatif antara growth dengan hutang, arus kas bebas (*free cash flow*), dan profitabilitas.

Ukuran perusahaan memperlihatkan besarnya ukuran perusahaan selama periode tertentu, yang dapat diukur dengan menggunakan natural *logarithm* (In) of *Sales*. Semakin besar nilai penjualan perusahaan, memperlihatkan semakin besar ukuran perusahaan. Nilai penjualan memperlihatkan keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan prediksi pertumbuhan masa yang akan datang. Semakin besar ukuran perusahaan (*sales*) akan mencerminkan pula semakin besar kemampuan perusahaan untuk dapat mempertahankan keuntungan dalam membiayai kebutuhan dananya (kesempatan-kesempatan investasi) pada masa yang akan datang.

Sebagaimana dikemukakan oleh **Lauterbach and Vaninsky** (1999), bahwa perusahaan yang mempunyai ukuran besar (*size*) secara khas mempunyai net income yang lebih besar dari pada perusahaan dengan ukuran kecil. Dengan kemampuan *net income* yang lebih besar diharapkan memberikan laba yang superior bagi pemilik perusahaan. Dengan semakin besarnya nilai penjualan, maka kecenderungan Perusahaan untuk melakukan pinjaman guna membiayai aktivitasnya semakin menurun, karena perusahaan memiliki sejumlah dana untuk membiayai kegiatannya.

Namun demikian, walaupun perusahaan menghendaki memanfaatkan pinjaman, dengan ukuran perusahaan yang besar memungkinkan perusahaan dengan mudah mengakses pasar modal, untuk mendapatkan pembiayaan dari pinjaman karena perusahaan ditunjang oleh tingkat penjualan yang tinggi, sehingga leverage perusahaan makin tinggi (**Barton et.al.**, 1989 : 40, **Chang dan Rhee**,

1990). Dengan demikian, menurut pendapat mereka ini hubungan ukuran perusahaan dengan leverage perusahaan, dapat mempunyai negatif maupun positif.

Profitabilitas perusahaan merupakan tingkat profitabilitas yang dicapai oleh perusahaan. Dalam penelitian ini profitabilitas akan diproksikan dengan return on assets (ROA), yaitu menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan perusahaan. Cara perhitungannya dilakukan dengan membagi *earnings before tax* terhadap total asset.

Ada perbedaan pandangan mengenai hubungan antara profitabilitas dan leverage perusahaan. Disatu pihak, tingginya profit berarti lebih banyak pendapatan untuk dilindungi dari pajak. Perusahaan-perusahaan dengan profit yang tinggi mendapatkan insentif untuk menggunakan hutang yang lebih banyak sehubungan dengan keuntungan *tax deductability* dari penggunaan hutang. Pandangan ini berdasarkan Teori *tax shelter bankruptcy cost*. Tingginya tingkat profit membawa pada kemungkinan kebangkrutan yang lebih rendah dan insentif yang lebih tinggi untuk menggunakan tax shield, sehingga menyebabkan tingginya tingkat hutang. **Balclay** dan **Smith** (2001:221), menambahkan bahwa peningkatan pendapatan mengindikasikan perusahaan memiliki kualitas yang tinggi, sehingga akan menggunakan lebih banyak hutang.

Dilain pihak, tingginya tingkat keuntungan menyebabkan ketersediaan dana internal yang lebih tinggi, sebagai hasil dari tingginya laba ditahan. Selanjutnya perusahaan akan menggunakan dana internal perusahaan terlebih dahulu sebelum menggunakan dana eksternal untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Perusahaan profitibel akan menurunkan permintaannya terhadap pengguna utang, karena akan tersedia lebih banyak dana internal. sebagaimana **Rajan** dan **Zingales** (1995), yang berpendapat bahwa semakin besar keuntungan perusahaan maka akan berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan. Implikasi sebaliknya terjadi bagi perusahaan yang kurang menguntungkan akan tergantung kepada hutang, sehingga leverage cenderung meningkat

2.2. Tingkat *Leverage*

Sumber pendanaan dalam suatu perusahaan dibagi kedalam dua kategori, yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal dapat diperoleh dari sumber laba ditahan, sedangkan pendanaan eksternal dapat diperoleh dari para kreditur atau yang disebut dengan utang. Proporsi atau bauran dan penggunaan modal sendiri dan utang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

Kebijakan struktur modal melibatkan keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian. Peningkatan pinjaman jangka panjang akan memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat memperbesar pinjaman jangka panjang cenderung menurunkan harga saham tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Dalam hal ini dibutuhkan suatu struktur modal yang dapat meningkatkan nilai dari suatu perusahaan.

Harris dan Raviv (1991; 299) mengidentifikasi empat kategori faktor dari struktur modal: (1) menghilangkan konflik kepentingan diantara berbagai kelompok yang memiliki klaim terhadap sumber daya perusahaan, termasuk para manajer (pendekatan agensi), (2) memberikan informasi pribadi kepada pasar modal atau meredakan peningkatan pengaruh-pengaruh buruk (pendekatan *asymmetric information*), (3) pengaruh sifat produk atau persaingan terhadap pasar produk/Input., dan (4) pengaruh dari hasil-hasil kontrol perusahaan.

Permintaan terhadap equity perusahaan dengan *leverage* yang lebih tinggi atau lebih rendah akan muncul akibat perbedaan-pebedaan tarif personal diantara para investor dan mungkin hal ini sama pentingnya sebagai salah satu determinan (faktor) dari struktur modal perusahaan dengan keuntungan-keuntungan pajak dan biaya-biaya yang berkaitan dengan leverage (**Kim** 1982: 318).

Dimaksud dengan leverage dalam penelitian ini adalah rasio *leverage*, yaitu rasio yang mengukur seberapa besar aset perusahaan dibiayai oleh pihak luar

atau kreditor. Rasio *leverage* merupakan ukuran yang memperlihatkan sejauh mana perusahaan dalam membiayai aktivitya menggunakan pembiayaan utang (total utang) dalam struktur modal perusahaan untuk membiayai kegiatan perusahaan. (**Brigham and Waston**, 78-79)

Kapasitas utang yang diperlukan perusahaan dapat didefinisikan sebagai jumlah maksimum yang bersedia diberikan oleh pemberi pinjaman kepada perusahaan, dan tergantung dari komposisi struktur modalnya, yaitu apakah perusahaan mempergunakan lebih banyak utang dalam komposisi struktur modalnya. (**Fischer et.al.**, 1989 : 33).

Jansen (1986 : 325), menegaskan bahwa utang bermanfaat untuk mengurangi konflik, hal ini disebabkan utang akan mengikat perusahaan untuk melakukan pembayaran secara periodik atas bunga pokok pinjaman, yang akan mengakibatkan semakin berkurang kontrol para manager atas *cash flow* (arus kas) perusahaan, sehingga apabila tidak ada masalah keagenan yang berkaitan dengan pendanaan utang, maka utang akan berubah menjadi instrumen pendanaan yang dominan (**Barnea et. al.** 1998: 574).

Beberapa variabel yang mempengaruhi leverage adalah karakteristik perusahaan, yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan pada beberapa studi empiris sebelumnya, yaitu :

1. Pertumbuhan Asset merupakan pertumbuhan sumber daya yang berupa aset yang dimiliki oleh perusahaan, diukur dari perbedaan nilai total aset antara akhir dengan awal tahun dibagi dengan nilai total aset awal tahun. pertumbuhan aset menunjukkan nilai jaminan dari aset perusahaan. Semakin tinggi aset perusahaan yang dapat dijamin semakin besar kemungkinan menerbitkan lebih banyak hutang untuk memperoleh kesempatan investasi yang lebih baik. Pengambilan pertumbuhan aset sebagai variabel yang mempengaruhi leverage mengacu pada studi empiris dari **Myers and Majluf** 1984; **Titman and Wessels**, 1988; **Rajan dan Zingales**, 1995; **Brigham and**

Gapenski, 1996; Wald, 1999; Wahidahwati, 2001; Ozkan, 2001 ; Brailsford Oliver and Pua, 2002; dan Lasher, 2003.

2. Ukuran perusahaan, memperlihatkan besarnya ukuran perusahaan selama periode tertentu, yang dapat diukur dengan menggunakan natural *logarithm* (*In of Sales*). Semakin besar nilai penjualan perusahaan, memperlihatkan semakin besar ukuran perusahaan yang akan mencerminkan pula semakin besar kemampuan perusahaan untuk dapat mempertahankan keuntungan dalam membiayai kebutuhan dananya (kesempatan-kesempatan investasi) pada masa yang akan datang. Pengambilan ukuran perusahaan sebagai variabel yang mempengaruhi *leverage* mengacu pada studi empiris dari **Warner, 1977; Ang, Chua, dan McConneh, 1982; Titman dan Wessels, 1988; Barton et.al., 1989; Chang dan Rhee, 1990; Wald, 1999; dan Lauterbach and Vaninsky 1999.**
3. Profitabilitas perusahaan merupakan tingkat profitabilitas yang dicapai oleh perusahaan. Profitabilitas yang tinggi mengindikasikan perusahaan memiliki kualitas yang tinggi, sehingga akan menggunakan lebih banyak hutang. Dilain pihak, tingginya tingkat keuntungan menyebabkan ketersediaan dana internal yang lebih tinggi, sebagai hasil dari tingginya laba ditahan. Selanjutnya perusahaan akan menggunakan dana internal perusahaan terlebih dahulu sebelum menggunakan dana eksternal untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Perusahaan profitibel akan menurunkan permintaannya terhadap penggunaan utang, karena akan tersedia lebih banyak dana internal. Pengambilan ukuran perusahaan sebagai variabel yang mempengaruhi *leverage* mengacu pada studi empiris dari **Rajan dan Zingales, 1995; serta Balclay dan Smith, 2001.**

III. METODE PENELITIAN

Penelitian ini dirancang sebagai penelitian deskriptif dan verifikatif memulai pendekatan kualitatif dan kuantitatif yang menggunakan data sekunder. tujuan penelitian adalah untuk melihat pengaruh karakteristik perusahaan terhadap

leverage perusahaan, selanjutnya dianalisis secara statistik untuk diambil suatu kesimpulan. Hal ini sejalan dengan pendapat **Nazir** (1999:6) yaitu penelitian deskriptif dan verifikatif dengan pendekatan kualitatif dan kuantitatif yang bertujuan untuk menyajikan gambaran secara terstruktur, faktual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat serta hubungan antar variabel yang diteliti selanjutnya dianalisis secara statistik untuk diambil suatu kesimpulan.

Rancangan penelitian yang dilakukan melalui metode ekplanatori dengan desain penelitian survey, yang bersumber pada data sekunder, berupa data-data keuangan dari perusahaan-perusahaan publik yang aktif dan memberikan laporan keuangan pada periode 2001 sampai dengan 2003 di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan analisis data yang digunakan adalah analisis regresi berganda, dimana data yang diperoleh terlebih dahulu diuji validitas asumsi klasik yang terdiri dari uji multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

Pengamatan dilakukan pada responden populasi yang menjadi target penelitian yakni semua perusahaan yang aktif dan memberikan laporan keuangan pada periode 2001 sampai dengan 2003 di Bursa Efek Jakarta. Periode ini dipilih karena kondisi perekonomian dalam keadaan relatif normal setelah pulih dari krisis ekonomi tahun 1997

Adapun model penelitian yang digunakan adalah model analisis regresi berganda, sebagai berikut :

$$LEV = f(PA, UP, Profit) \dots\dots\dots (3.1)$$

Dalam bentuk statistik berupa :

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 PA + \beta_2 \ln UP + \beta_3 ROA + \varepsilon_1 \dots\dots\dots (3.2.)$$

Keterangan:

- PA = Pertumbuhan Aset (*Asset Growth*)
- UP = Ukuran Perusahaan (*Firms Size*)
- Preofit = Profitabilitas (*Return on Asset*)
- LEV = *Leverage* Perusahaan

Dalam analisis regresi berganda, akan dicari nilai koefisien regresi yang akan memperlihatkan besarnya pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, besarnya koefisien korelasi, besarnya koefisien determinasi ($KDIR \setminus R^2$), serta pengujian secara individu, dan pengujian secara simultan.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Pengujian Statistik

Berdasarkan pengujian asumsi klasik diketahui bahwa variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini telah lolos dari pengujian multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Artinya, data-data yang digunakan telah valid dan dapat dipercaya keandalannya.

Setelah data yang akan dimasukkan dalam model telah diuji perilakunya berdasarkan pengujian asumsi klasik, maka atas data tersebut kemudian akan dihitung dengan menggunakan analisis regresi.

Berdasarkan hasil perhitungan analisis regresi menggunakan program *SPSS Versi 11.00*, diperoleh persamaan hasil-hasil sebagai berikut :

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.646 ^a	.418	.400	.34621

a. Predictor (Constant), X3, X1, X2

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8.680	3	2.893	24.140	.000 ^a
	Residual	12.106	101	.120		
	Total	20.786	104			

a. Predictors: (Constant), X3, X1, X2

b. Dependent Variable: Y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.217	.311		.697	.487
	X1	7.125E-03	.002	.240	3.163	.002
	X2	5.031E-02	.023	.173	2.164	.033
	X3	-2.15E-02	.003	-.629	-7.882	.000

a. Dependent Variable: Y

Berdasarkan hasil tersebut, dapat dibuat persamaan regresi, sebagaimana berikut ini :

$$LEV = 0,217 + 0,00712 PA + 0,05031 LnUP - 0,0215 Profit + \varepsilon_1 \dots \dots (4.1.)$$

Dimana :

PA = Pertumbuhan Asset (*Asset Growth*)

UP = Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Profit = Profitabilitas (*Return on Asset*)

LEV = *Leverage* Perusahaan

4.2 . pembahasan

4.2.1. Pengaruh Pertumbuhan Aset (X₁) Terhadap Tingkat *Leverage* Perusahaan (Y)

Berdasarkan hasil perhitungan regresi menggunakan SPSS versi 11.00 tersebut diatas menunjukkan bahwa pertumbuhan aset (X₁) secara individu memiliki arah berpengaruh yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan (Y). Semakin tinggi pertumbuhan aset maka semakin besar *leverage* perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan studi empiris dari Myers and Majluf (1984), Titman and Wessels (1988), Rajan dan Zingales (1995), Brigham and Gapenski (1996), Wald (1999), Wahidahwati (2001), Ozkan (2001), Brailsford, Oliver and Pua, (2002), dan Lasher (2003). Pertumbuhan aset memiliki tanda yang positif terhadap *leverage* disebabkan aset akan mudah untuk dikolateralkan (dijaminkan) sehingga akan menurunkan risiko

pemberi pinjaman dan semakin besar ketersediaan pemberi pinjaman untuk memberikan hutang (*leverage* akan makin besar), sebab aset tersebut bernilai pada saat dilikuidasi sehingga kerugian yang akan diderita lebih sedikit. Semakin tinggi aset perusahaan yang dapat dijamin, semakin besar hutang dengan jaminan (*secured debt*) yang dapat diperoleh perusahaan. (Titman and Wessels, 1988, Wald, 1999, Ozkan, 2001).

Disamping itu, Myers (1977), serta Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa berhutang dengan jaminan aset yang nilainya diketahui, dapat menghindari biaya akibat informasi yang asimetrik. Selanjutnya perusahaan dengan aset yang dapat digunakan sebagai kolateral diharapkan dapat memperoleh hutang yang lebih banyak dengan mengambil keuntungan dari kesempatan ini.

Brigham and Gapenski (1996) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan pinjaman dari pada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Dengan alasan ini, maka perusahaan yang memiliki aset yang dapat digunakan sebagai jaminan (*collateral assets*) untuk memperoleh hutang (*secured debt*) memungkinkan menerbitkan lebih banyak hutang untuk memperoleh kesempatan investasi yang lebih baik.

Berdasarkan hal ini, sebagaimana hasil penelitian diatas, maka teori yang lebih sesuai dalam menjelaskan pengaruh pertumbuhan aset terhadap leverage perusahaan adalah teori *trade off*, dimana dalam teori ini memandang bahwa struktur modal optimum dapat ditentukan. Perusahaan dipandang sebagai suatu setting dari suatu target rasio hutang dengan nilai perusahaan, di mana perusahaan secara bertahap akan menuju target tersebut. Dalam kasus ini, perusahaan memiliki target leverage, dimana perusahaan yang memiliki aset yang dapat dijamin, maka perusahaan akan terus menggunakan hutang sampai mencapai target leverage, yaitu sampai pendapatan marginal hutang (*the interest tax shelter*) sama dengan biaya marginal hutang (*financial distress and bankruptcy cost*), dan

struktur modal optimal berada pada posisi di mana keuntungan bersih penggunaan hutang menjadi nol.

4.2.2. Pengaruh Ukuran Perusahaan (X_2) Terhadap Tingkat *Leverage* Perusahaan (Y)

Berdasarkan hasil perhitungan regresi menggunakan SPSS versi 11.00 tersebut diatas menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (X_2) secara individu memiliki arah berpengaruh yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat leverage perusahaan (Y). Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar leverage perusahaan. Hasil penelitian ini menghasilkan kesimpulan yang sama dengan **Barton et.al.**, (1989) dan **Chang dan Rhee** (1990). Dalam hal ini, perusahaan cenderung untuk meningkatkan leverage karena berkembang semakin besar. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal ini disebabkan perusahaan mempunyai fleksibilitas yang lebih besar dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana dalam waktu yang cepat dari pinjaman karena perusahaan ditunjang oleh tingkat penjualan yang tinggi, sehingga leverage perusahaan makin tinggi.

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan studi empiris dari *Warner* (1977), serta **Ang, Chua**, dan **McConneh** (1982), yang mengemukakan bahwa perusahaan besar memiliki biaya kebangkrutan per dohar nilai aset yang lebih rendah dan biaya pengadaan yang lebih rendah untuk menggunakan sekuritas hutang dibandingkan dengan perusahaan kecil. Oleh karena itu, perusahaan besar lebih cenderung mengenakan tingkat biaya yang berhubungan dengan hutang yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan kecil. Biaya kebangkrutan yang rendah pada perusahaan besar membawa pada penggunaan hutang yang besar.

Ukuran perusahaan yang dicerminkan oleh penjualan, mengandung arti bahwa semakin besar penjualan perusahaan maka hal tersebut merupakan manifestasi dari keberhasilan investasi periode masa lalu, dan dapat dijadikan

sebagai prediksi nilai penjualan dimasa yang akan datang. Nilai penjualan suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuan mempertahankan keuntungan dan mencerminkan tingkat penefimaan. Semakin besar prediksi nilai penjualan dimasa yang akan datang, maka semakin besar kebutuhan terhadap dana untuk membiayai dan mencapai nilai penjualan tersebut. Semakin besar kebutuhan terhadap dana pada masa yang akan datang, maka semakin besar kemungkinan perusahaan memanfaatkan dana eksternal berupa hutang, manakala dana internal perusahaan tidak mencukupi.

4.2.3. Pengaruh Profitabilitas (X_3) Terhadap Tingkat Leverage Perusahaan (Y)

Berdasarkan hasil perhitungan regresi menggunakan SPSS versi 11.00 tersebut diatas menunjukkan bahwa profitabilitas (X_3) secara individu memiliki arah berpengaruh yang negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat leverage perusahaan (Y). Semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin rendah leverage perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori *Pecking Order* yang menyatakan bahwa akibat adanya adverse selection maka perusahaan lebih memilih dana internal (laba ditahan) daripada dana eksternal. Berdasarkan hal tersebut maka tingginya tingkat keuntungan (profitabilitas) akan menyebabkan ketersediaan dana internal yang lebih tinggi, sebagai hasil dari tingginya laba ditahan. Dengan adanya laba yang tinggi tersebut, maka berdasarkan teori *Pecking Order* ini perusahaan akan terlebih dahulu menggunakan dana internal dibandingkan menggunakan dana eksternal dalam membiayai kegiatan-kegiatan usaha perusahaan, sehingga dalam hal ini profitabilitas akan berpengaruh secara negatif terhadap leverage perusahaan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan teori *trade off*, yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh secara positif terhadap leverage perusahaan, karena beberapa hal :

1. Tingginya profit berarti lebih banyak pendapatan yang harus dilindungi dari pajak. Perusahaan-perusahaan dengan profit yang tinggi mendapatkan intensif untuk menggunakan hutang yang lebih banyak sehubungan dengan keuntungan pengembalian pajak dari penggunaan hutang (**Gitman**, 1997 : 486).
2. Tingginya tingkat profitabilitas juga membawa pada kemungkinan kebangkrutan yang lebih rendah dan intensif yang lebih tinggi untuk menggunakan tax shield, sehingga menyebabkan tingginya tingkat hutang (**Gitman**, 1997 : 486).
3. Peningkatan pendapatan mengindikasikan perusahaan memiliki kualitas yang tinggi, sehingga akan menggunakan lebih banyak hutang (**Balclay dan Smith**, 2001 : 221),.
4. Tingginya profit akan meningkatkan *propensity to spend on perquisites* manajer didalam perusahaan, yang selanjutnya biaya agency ekuitas meningkat sebagai akibat pemisahan kepemilikan dan manajemen, sehingga tingginya tingkat hutang diperlukan untuk mengurangi biaya *agency* ekuitas akibat *free cash flows agency problems* (**Jansen dan Mecking**, 1976; **Jensen**, 1996).

Berdasarkan hasil penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa untuk variabel profitabilitas, teori *pecking order* lebih konsisten dalam menjelaskan *leverage* perusahaan dibandingkan teori *trade off* Artinya perusahaan manufaktur di BEJ menggunakan profit yang dihasilkan untuk membayar hutang ataupun untuk mendanai kegiatan-kegiatan usahanya (investasi).

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian **Rajan dan Zingales** (1995) dan **Ozkan** (2001), yang berpendapat bahwa semakin besar keuntungan perusahaan maka akan berpengaruh negatif terhadap leverage perusahaan. Implikasi sebaliknya terjadi bagi perusahaan yang kurang menguntungkan akan tergantung kepada hutang, sehingga *leverage* cenderung meningkat. Menurut pendapatnya, tingginya tingkat keuntungan menyebabkan ketersediaan dana internal yang lebih tinggi, sebagai hasil dari tingginya laba ditahan. Perusahaan

profitibel akan menurunkan permintaannya terhadap penggunaan utang, karena akan tersedia lebih banyak dana internal, sehingga perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan dana eksternal perusahaan.

4.2.4. Pengaruh Pertumbuhan Aset (X_1), Ukuran Perusahaan (X_2), dan Profitabilitas (X_3) Terhadap Tingkat Leverage Perusahaan (Y)

Mengacu pada hipotesis penelitian, bahwa Pertumbuhan Aset (X_1), Ukuran Perusahaan (X_2), dan Profitabilitas (X_3), secara bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat *leverage* Perusahaan (Y). Berdasarkan pengujian hipotesis dapat dibuktikan bahwa hipotesis penelitian tersebut terbukti, artinya variabel bebas pertumbuhan aset (X_1), ukuran perusahaan (X_2), dan profitabilitas (X_3), secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap tingkat leverage perusahaan (Y), dengan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,418 atau 41,80%. Artinya tingkat leverage perusahaan (Y) sebesar 41,8% ditentukan oleh variabel pertumbuhan aset (X_1), ukuran perusahaan (X_2), dan profitabilitas (X_3).

Hasil penelitian tersebut diatas, sesuai dengan apa yang dikemukakan oleh **Lasher** (2003 : 430), mengemukakan bahwa komposisi tingkat hutang dengan ekuitas disuatu perusahaan akan bervariasi sesuai dengan karakteristik perusahaan. Karakteristik perusahaan tersebut terdiri dari pertumbuhan aset, volatilitas pendapatan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas perusahaan.

Sebagaimana juga dikemukakan oleh **Wald** (1999), bahwa adanya perbedaan karakteristik perusahaan, akan menyebabkan perbedaan pada komposisi struktur modalnya, dan keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan. Karakteristik perusahaan yang digunakan oleh **Wald** (1999), yang dapat mempengaruhi keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan adalah pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan perusahaan, dan inventaris.

Ozkan (2001) mengemukakan pula bahwa karakteristik perusahaan dapat mempengaruhi keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan dan leverage perusahaan. Karakteristik perusahaan yang digunakan **Ozkan** (2001) dalam mempengaruhi keputusan pemenuhan sumber dana perusahaan terdiri dari pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, *non-debt tax shield*, profitabilitas, dan likuiditas perusahaan.

Penelitian ini juga konsisten dengan pendapat **Rajan dan Zingales** (1995), dalam penelitiannya tentang struktur modal untuk negara-negara G7, mengemukakan variabel-variabel yang termasuk dalam karakteristik perusahaan dan berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan adalah ukuran perusahaan, kesempatan pertumbuhan, dan profitabilitas.

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan perhitungan menggunakan analisis regresi berganda, diketahui bahwa pertumbuhan aset (X_1), ukuran perusahaan (X_2), dan profitabilitas (X_3), baik secara individu maupun bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan (Y). Hal ini diperlihatkan oleh nilai alpha (α) hitung (p -value), lebih kecil dari nilai alpha (α) tabelnya yang sebesar $\alpha = 5\%$, baik dalam pengujian individu (t_{hitung}) maupun secara bersama-sama (F_{hitung}). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan aset (X_1), ukuran perusahaan (X_2), dan profitabilitas (X_3), baik secara individu maupun bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan (Y) pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta

5.2. Saran-saran

Berdasarkan kesimpulan yang telah dikemukakan, maka agar kinerja pegawai tetap meningkat, diperlukan hal-hal sebagai berikut :

1. Dalam penentuan *leverage* perusahaan, sebaiknya perusahaan memiliki target dalam struktur modal dan perusahaan melakukan penyesuaian menuju target tersebut. Oleh karena itu, pihak manajemen perusahaan harus melakukan penelitian mengenai komposisi rasio hutang yang optimal, yang nantinya ditetapkan sebagai target sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang bersangkutan melalui penurunan biaya modal.
2. Perusahaan perlu memperhatikan agar jangan sampai terdapat kapasitas hutang yang berlebihan dalam struktur modalnya, mengingat peningkatan porsi hutang berarti akan meningkatkan risiko perusahaan.
3. Pihak kreditur dalam memberikan pinjaman kepada perusahaan, disarankan memperhatikan ketiga variabel penelitian (pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas), agar risiko yang dihadapi oleh kreditur dapat diminimalisasi. Mengingat, aset dapat dijadikan sebagai jaminan pada saat perusahaan tidak dapat membayar dan dilikuidasi, sedangkan ukuran perusahaan (penjualan) dan profitabilitas memperlihatkan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang dapat digunakan untuk membayar hutang

Daftar Referensi :

- Ang, Chua, dan McConnell (1982), *The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note*, *Journal of Finance*, Vol. 37, 337-348
- Barclay, Michael J. dan Clifford W Smith, 2001, *The Capital Structure Puzzle: Anathor Look at the evidence, Section III, Capital Structure and Payout Policy Journal*, p. 197-209
- Barton, Sidney L., Hill, Ned C., and Sundaram S., 1989, *An Empirical Test of Stajeholder Theory Predictions of Capital Structure*, *Journal of the Financial Management Association (Spring)*, 36-44.
- Brailsford, Oliver, and Pua, 2002, *On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure*, *Journal of Accounting and Finance No. 42*, p. 1-26
- Brennan, Michael dan Andrew Schwartz, 1978, *Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy*, *National Tax Journal*, December, pp. 576- 577 -
- Brigham, E. F., and Gapenski, 1996, *Intemiediate Financial Management*, 5th edition, New York: The Dryden Press
- Chang R. P. dan S.G. Rhee, 1990, *The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions*, *Financial Management*, Summer 21 - 31
- Gitman, Lawrence J., 1997, *Principles of Managerial Finance*, 8th edition,
- Harris M dan A. Raviv, 1990, *Capital Structure and Information Role of Debt*, *Journal of Finance*, 35 (2), June, pp. 145- 1666
- Jensen, M and W Meckling, 1976, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure*, *Journal of Finance Economics (December) 3*, 305-360
- JSX Monthly Statistic, PT Bursa Efek Jakarta, berbagai edisi
- Kim, Wi Seang, 1982, *Investment Performance of Common Stocks in Relation to insider ownership*, *The Financial Review*, Vol. 23, No. 1, February 1988
- Lasher, William R., 2003, *Practical Financial management*, Edisi ke-3, South Western: Thompson Learning
- Lauterbach, Beni., and Vaninsky, Alexander, 1999, *Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel*, *Journal of Management and Governance 3*, 189-201.

- Moch. Nazir. 1999. *Metodologi Penelitian*. Cetakan Ketiga. Jakarta : Ghalia Indonesia.
- Myers, 1984, *Determinants of Corporate Borrowing*, *Journal of Financial Economics* 9 (November), 147-176.
- Myers, S., and N. Majluf 1984, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investor do not have*, *Journal of Financial Economics* 13 (June), 187-221.
- Ozkan, A., 2001, *Determinant of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data*, *Journal Of Business Finance & Accounting*, Vol. 28 (1) & (2), 175-198.
- PT Bursa Efek Jakarta Report, berbagai edisi
- Rajan dan Zingales (1995), *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, *The Journal of Finance*, Vol. 1 No. 5, December 1996.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, and Jeffrey Jaffe, 2002, *Corporate Finance, International edition*, Singapore: Irwin/McGraw Hill,
- Suad Husnan, 1994, *Manajemen Keuangan, Teori dan Penerapan, Buku 1 dan 2, Edisi ke tiga*, Yogyakarta: BPFE.
- Titman and Wessels, 1988, *The Determinants of Capital Structure Choice*, *The Journal of Finance* 43 (March) No. 1, 1-19
- Voulgaris, F., D. Asteriou dan G. Agiomirgianakis, 2002, *Capital Structure, Asset Utilization, Profitability, and Growth in The Greek Manufacturing Sector*, *Applied Economics*, Vol. 43, 11, 1379- 1388
- Wald, John K, 1999, *How firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison*, *Journal of Financial Research*, Vol. 22, No. 2, 161-187
- Wahidahwati, 2001, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency* (Paper), Simposium Nasional Akuntansi IV, 1084-1105