



ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *LEVERAGE* PERUSAHAAN (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2013-2015)

Lyna Yuliana, Etna Nur Afri Yuyetta¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study is conducted to analyze the different factors that can determine leverage on manufacturing companies. Determinant factors of leverage are represented by size, generated resources, level of warrants, debt cost, growth opportunities, reputation and liquidity. This research refers to research conducted by Padron et al (2005) and Alipour et al (2015).

The population of this study are all manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) for the periode 2013-2015 . Total Observation of 216 was determined by purposive sampling method. This study uses Ordinary Least Square (OLS) for hypotheses testing.

The results show that size, generated resources, debt cost, and liquidity have a negative effect with statistical significance on leverage. Reputation has a positive effect with statistical significance on leverage. Level of warrants was not to have a significance effect on leverage, however it found that has a positive effect. Growth opportunities was not to have a significance effect on leverage, however it found that has a negative effect. The implication of this study showed that size, generated resources, debt cost, liquidity and growth opportunities can decrease leverage. However, reputation and level of warrants can increase leverage.

Keywords : *capital structure, leverage, size, generated resources, level of warrants, debt cost, growth opportunities, reputation, liquidity.*

PENDAHULUAN

Struktur modal adalah bagian terpenting dalam perusahaan, karena struktur modal berperan sebagai sumber pendanaan perusahaan yang menggambarkan bagaimana perusahaan didanai. Struktur modal merupakan kombinasi antara utang, saham preferen, dan ekuitas biasa dalam struktur keuangan jangka panjang (James dan John, 2013). Struktur modal memiliki tujuan untuk menentukan besar proporsi atas kombinasi sumber pendanaan yang digunakan, agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Kombinasi sumber dana dibagi menjadi dua jenis, yaitu modal yang berasal dari dalam perusahaan dan modal yang berasal dari luar perusahaan. Modal yang berasal dari dalam perusahaan merupakan sumber dana internal dalam bentuk laba ditahan, sedangkan modal yang berasal dari luar perusahaan merupakan sumber dana eksternal dalam bentuk utang.

Pengambilan keputusan dalam menentukan struktur modal perusahaan merupakan hal yang sangat penting. Keputusan yang diambil harus tepat dengan kondisi dan tujuan perusahaan, agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Pertama, ketika perusahaan memiliki kondisi yang dapat menghasilkan profit tinggi, maka perusahaan juga memiliki sumber dana internal yang tinggi. Jumlah dana internal tersebut dapat digunakan untuk mencukupi kebutuhan dana kegiatan operasional perusahaan, sehingga sumber dana dari luar tidak lagi dibutuhkan. Sebaliknya, perusahaan dengan kondisi yang menghasilkan profit rendah, tidak memiliki dana internal yang cukup untuk mendanai kegiatan operasional, sehingga perusahaan memilih untuk meningkatkan tingkat utang. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* (Myers, 1984), yang menjelaskan bahwa perusahaan memiliki preferensi untuk lebih memilih mendanai usahanya dengan sumber

¹ *Corresponding author*



dana internal daripada sumber dana eksternal, selama sumber dana internal yang tersedia memiliki jumlah yang cukup.

Kedua, ketika kondisi perusahaan sudah memiliki biaya utang yang tinggi, maka perusahaan akan memiliki tingkat risiko yang juga tinggi. Oleh sebab itu, perusahaan cenderung mengurangi proporsi utang untuk menghindari risiko yang tidak diinginkan. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki biaya utang rendah akan memiliki risiko yang juga rendah, maka dari itu perusahaan lebih cenderung mengambil keputusan untuk menambah proporsi utang. Hal ini sesuai dengan pendapat Modigliani dan Miller (1963) dalam *trade off theory* (TOT). Berdasarkan *trade off theory*, perusahaan dapat meningkatkan tingkat utang selama manfaat yang diberikan berupa keuntungan pajak lebih besar dibandingkan dengan biaya yang dikeluarkan. Namun, peningkatan porsi utang yang terlalu tinggi juga dapat membawa dampak pada tingginya risiko gagal bayar dan risiko kebangkrutan.

Pengambilan keputusan pendanaan perusahaan dengan proporsi utang yang tinggi atau rendah, diambil oleh manajer yang memiliki tanggung jawab untuk mengelola perusahaan demi memaksimalkan nilai perusahaan dan keuntungan pemegang saham. Namun, seringkali manajer melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan. Manajer lebih mengutamakan kepentingan pribadinya sendiri dibandingkan dengan kepentingan pemegang saham (Jensen, 1986). Oleh sebab itu, timbul konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer yang disebut dengan konflik agensi (*agency conflict*).

Konflik agensi (*agency conflict*) muncul ketika adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Konflik tersebut dapat diminimalisir dengan suatu cara, yaitu dengan menyeimbangkan kepentingan-kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga menyebabkan timbulnya biaya agensi yang disebut dengan *agency cost of equity* (Steven dan Lina, 2011). Konflik agensi (*agency conflict*) tidak hanya muncul pada hubungan antara manajer dan pemegang saham. Pada saat membuat keputusan pendanaan perusahaan dengan meningkatkan proporsi utang, maka saat itu dapat menimbulkan konflik agensi (*agency conflict*) antara pemegang saham dan kreditur (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik keagenan antara pemegang saham dan kreditur dapat diantisipasi dengan mengambil berbagai langkah preventif untuk mencegah tindakan manajer dan pemegang saham yang dapat merugikan kreditur, sehingga menyebabkan munculnya biaya keagenan yang disebut *agency cost of debt*.

Berkaitan dengan upaya meningkatkan nilai perusahaan, penentuan kebijakan pendanaan harus tepat dengan kondisi perusahaan. Menurut Padrón *et al.* (2005) terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam menentukan proporsi tingkat utangnya. Faktor-faktor tersebut yaitu, tingkat utang yaitu, ukuran, penghasilan, tingkat jaminan, biaya utang, peluang pertumbuhan, dan reputasi. Ukuran telah menjadi salah satu faktor yang paling umum digunakan untuk menentukan tingkat utang perusahaan. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, semakin banyak informasi mengenai perusahaan yang tersedia di pasar, sehingga mengurangi tingkat asimetri informasi yang memungkinkan perusahaan memperoleh sumber pendanaan dari pemberi pinjaman dengan mudah. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Rajagopal (2011) menunjukkan hasil bahwa perusahaan-perusahaan besar memiliki lebih sedikit utang, sedangkan penelitian oleh Karadeniz *et al.* (2009) menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki hubungan signifikan dengan tingkat utang.

Faktor lain yang mempengaruhi tingkat utang yaitu, sumber penghasilan. Perusahaan yang menghasilkan sumber dana internal yang rendah, biasanya cenderung menggunakan utang dalam jumlah yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang menghasilkan sumber dana internal yang tinggi, cenderung menggunakan utang dalam jumlah yang lebih rendah. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984). Sebaliknya, menurut *trade off theory*, sumber penghasilan memiliki hubungan positif dengan tingkat utang.

Ketika perusahaan memilih untuk mendanai kegiatan operasional dengan utang, maka perusahaan tersebut harus memiliki suatu hal yang dapat dijadikan jaminan. Aset berwujud dari suatu perusahaan dapat dianggap mewakili jaminan nyata yang dapat perusahaan tawarkan pada kreditur. Tingkat utang akan naik seiring dengan peningkatan jaminan yang ditawarkan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya yang timbul dari kontrak utang (Chung, 1993; Rajan dan Zingales, 1995). Namun, penelitian yang dilakukan oleh Sheikh dan Wang (2011)



menunjukkan hasil bahwa perusahaan dengan tingkat jaminan yang besar, cenderung menurunkan tingkat utang, sedangkan penelitian yang dilakukan Titman dan Wessels (1998) menunjukkan hasil adanya hubungan yang tidak signifikan antara variabel tingkat jaminan dan tingkat utang.

Faktor yang mempengaruhi tingkat utang selanjutnya adalah biaya utang. Ketika biaya utang perusahaan tinggi, maka tingkat risiko kesulitan keuangan juga tinggi, sehingga perusahaan cenderung untuk menurunkan tingkat utangnya. Sebaliknya, ketika biaya utang perusahaan rendah, maka risiko kesulitan keuangan juga rendah, sehingga tingkat utang akan meningkat. Hal ini sesuai dengan pendapat Modigliani dan Miller (1963) dalam *trade off theory* (TOT).

Setiap perusahaan memiliki peluang untuk bertumbuh. Menurut Rajan dan Zingales (1995) ketika perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang besar membutuhkan dana, perusahaan tersebut akan meningkatkan ekuitas dan mengurangi penggunaan utang, sehingga dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan negatif dengan tingkat utang. Namun, penelitian yang dilakukan Vivian (2008) menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang besar relatif memiliki tingkat utang yang tinggi, karena perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang besar, meminjam lebih banyak dana untuk memenuhi kebutuhan dana yang besar

Reputasi suatu perusahaan juga dapat mempengaruhi kemampuan tingkat utang, karena dapat mengurangi konflik antara perusahaan dan pemberi pinjaman. Menurut Diamond (1989), dengan memenuhi kewajiban pembayaran, perusahaan dapat menikmati reputasi yang baik, dan menghilangkan konflik dengan para kreditur. Perusahaan dengan reputasi yang baik biasanya lebih matang dan lebih dikenal di pasar, sehingga perusahaan tersebut dapat dengan mudah memperoleh pinjaman. Oleh sebab itu, perusahaan dengan reputasi yang baik akan memberikan hubungan yang positif dengan tingkat utang (Padrón *et al.*, 2005).

Penelitian lain yang telah dilakukan Alipour *et al.* (2015) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat utang perusahaan, terdapat faktor lain yang juga mempengaruhi tingkat utang, yaitu likuiditas. Menurut Deesomsak *et al.* (2004), likuiditas dan tingkat utang memiliki hubungan negatif, karena perusahaan dengan likuiditas yang tinggi memiliki jumlah aset lancar yang besar, sehingga perusahaan dapat memenuhi kebutuhan dana menggunakan sumber dana internal yang dimiliki. Oleh sebab itu, kebutuhan akan sumber dana eksternal tidaklah menarik, sehingga tingkat utang menurun. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory*. Namun, menurut Jensen (1986), perusahaan dengan rasio likuiditas yang tinggi juga dapat meningkatkan tingkat utangnya untuk menghindari manajer menggunakan kas untuk kepentingan pribadi, sehingga masalah free cash flow dapat terselesaikan. Selain itu, tingkat likuiditas yang tinggi dapat meningkatkan kepercayaan kreditur terhadap kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya, sehingga perusahaan dapat dengan mudah memperoleh pinjaman. Hal ini menunjukkan adanya hubungan positif antara likuiditas dengan tingkat utang.

Peneliti ingin menguji kembali penelitian-penelitian sebelumnya mengenai pengaruh variabel ukuran, sumber penghasilan, tingkat jaminan, biaya utang, peluang pertumbuhan, reputasi, dan likuiditas terhadap *leverage* perusahaan untuk mendapatkan hasil yang lebih signifikan dan akurat. Penelitian ini didasarkan pada penelitian Padrón *et al.* (2005) dengan penambahan variabel likuiditas yang didasarkan pada penelitian Alipour *et al.* (2015).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Leverage merupakan suatu rasio tingkat utang perusahaan. *Leverage* merupakan suatu efek yang timbul dari penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan, baik sumber pendanaan jangka pendek maupun sumber pendanaan jangka panjang. Semakin rendah rasio ini, semakin tinggi tingkat pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham. Setiap perusahaan memiliki kebijakan utang dan tingkat utang yang berbeda-beda. *Leverage* perusahaan dapat dipengaruhi berbagai faktor. Faktor-faktor tersebut dapat berupa ukuran, sumber penghasilan, tingkat jaminan, biaya utang, peluang pertumbuhan, reputasi, dan likuiditas.

Ukuran perusahaan berkaitan dengan besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan terbagi menjadi 3 kategori yaitu perusahaan kecil, perusahaan menengah dan perusahaan besar. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka semakin tinggi tingkat utang,



karena perusahaan yang besar menyediakan informasi yang lebih lengkap terhadap pasar, sehingga tingkat asimetri informasi berkurang. Dengan demikian, pihak eksternal perusahaan khususnya kreditur lebih dapat mempercayai kinerja perusahaan, sehingga perusahaan dapat dengan mudah memperoleh pinjaman untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan. *Trade off theory* juga menjelaskan bahwa perusahaan besar memiliki tanggungan pajak yang lebih besar dari perusahaan kecil, sehingga perusahaan lebih baik meningkatkan tingkat utang untuk penghematan pajak. Oleh karena itu, ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan tingkat utang (Crutchley dan Hansen, 1989).

Sumber penghasilan berkaitan dengan sebesar apa kemampuan perusahaan menghasilkan penghasilan internal. Namun, berdasarkan *pecking order theory*, ketika perusahaan mampu menghasilkan dana internal yang besar, perusahaan akan lebih memilih mendanai kegiatan operasional dengan sumber dana internal daripada menggunakan sumber dana eksternal, karena perusahaan memiliki sumber dana internal yang cukup untuk mendanai kegiatan operasional dan tidak membutuhkan sumber dana dari luar (Myers, 1984).

Aset berwujud dari suatu perusahaan dapat dianggap sebagai jaminan nyata yang dapat perusahaan tawarkan kepada kreditur atas timbulnya kontrak utang. Semakin besar tingkat jaminan yang ditawarkan perusahaan kepada kreditur, maka semakin tinggi tingkat utang (Chung, 1993; Rajan dan Zingales, 1995). Sesuai dengan *trade off theory*, aset tetap perusahaan diprediksi memiliki pengaruh positif terhadap tingkat utang, karena perusahaan yang memiliki lebih banyak aset tetap untuk dijadikan jaminan, menyebabkan tingginya tingkat kepercayaan kreditur kepada perusahaan. Tingginya kepercayaan kreditur berdampak pada kemudahan perusahaan untuk memperoleh pinjaman.

Biaya utang merupakan tingkat bunga yang harus diberikan oleh perusahaan terhadap pemberi pinjaman atas modal pinjaman yang diterima dari timbulnya kontrak utang (James dan John, 2013). Biaya utang dihitung tidak hanya dari tingkat bunga aktual utang saja, melainkan memperhitungkan jumlah keseluruhan beban keuangan yang perusahaan topang untuk total volume utang yang diasumsikan, yang merupakan biaya tetap bagi perusahaan (Padrón *et al.*, 2005). Berdasarkan *trade off theory*, ketika biaya utang perusahaan sudah terlalu tinggi, biasanya perusahaan cenderung mengurangi proporsi tingkat utang, karena semakin tinggi biaya utang, maka semakin tinggi risiko yang ditanggung perusahaan. Sebaliknya, ketika biaya utang perusahaan rendah, maka perusahaan cenderung meningkatkan proporsi tingkat utang selama manfaat yang diberikan masih sebanding dengan biaya yang dikeluarkan.

Peluang pertumbuhan perusahaan berkaitan dengan kesempatan perusahaan dalam mengembangkan usahanya untuk memperoleh profit yang tinggi. Menurut Rajan dan Zingales (1995) ketika perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang besar membutuhkan dana, perusahaan tersebut akan menerbitkan saham baru dan mengurangi penggunaan utang. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sedang mengalami perkembangan dan kemajuan, sehingga perusahaan tersebut relatif lebih *profitable*. Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi, cenderung lebih memilih mendanai perusahaan dengan sumber dana internal dibandingkan dengan sumber dana eksternal, karena perusahaan dapat menghasilkan sumber dana internal yang besar dan cukup untuk membiayai perusahaan.

Reputasi perusahaan berkaitan dengan nama baik dan citra perusahaan dimata pihak eksternal. Reputasi dapat diukur dengan usia perusahaan (Datta *et al.*, 1999) atau dengan peringkat perusahaan (Crabbe dan Post, 1994). Berdasarkan *agency theory*, reputasi yang baik diperoleh dari tingkat kejujuran perusahaan dan kemampuan membayar kewajiban secara tepat waktu. Tindakan jujur dan membayar kewajiban tepat waktu inilah yang mengurangi konflik keagenan antara perusahaan dengan kreditur. Perusahaan tidak mengabaikan kepentingan-kepentingan kreditur, dan memenuhi kewajiban kepada kreditur secara tepat waktu. Oleh sebab itu, perusahaan memiliki reputasi baik dimata kreditur, dan akan lebih dipercaya serta dikenal oleh pasar, sehingga perusahaan dapat dengan mudah memperoleh pinjaman dari pihak eksternal.

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang harus segera dibayar dengan harta lancar yang dimilikinya. Berdasarkan *pecking order theory*, semakin



likuid suatu perusahaan berarti semakin besar aktiva lancar yang dimiliki. Besarnya jumlah aktiva lancar yang dimiliki, mendorong perusahaan untuk memilih mendanai kegiatan usaha dengan sumber dana internal (Myers dan Majluf, 1984).

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Leverage*

Ukuran perusahaan berkaitan dengan besar kecilnya suatu perusahaan. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, semakin banyak informasi tentang perusahaan yang tersedia di pasar, sehingga tingkat asimetri informasi semakin rendah. Rendahnya tingkat asimetri informasi membuat pihak eksternal khususnya kreditur lebih mempercayai kinerja perusahaan, sehingga perusahaan dapat dengan mudah memperoleh pinjaman. Menurut *trade off theory*, ukuran perusahaan memiliki hubungan positif terhadap tingkat utang, karena perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung lebih terdiversifikasi dan memiliki varian laba yang lebih rendah, sehingga perusahaan mentolerir tingkat utang yang tinggi (Castanias, 1983; Titman dan Wessels, 1998). Selain itu, berdasarkan *trade off theory*, perusahaan besar memiliki tanggungan pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil, sehingga perusahaan lebih baik meningkatkan tingkat utang untuk penghematan pajak. Oleh karena itu, ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan tingkat utang. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Padrón *et al.* (2005) juga menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan dengan *leverage*. Dengan demikian dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

H1 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Pengaruh Sumber Penghasilan terhadap *Leverage*

Sumber penghasilan berkaitan dengan sebesar apa kemampuan perusahaan menghasilkan sumber dana internal. Perusahaan yang memiliki sumber penghasilan internal yang tinggi, mencerminkan pencapaian jumlah laba yang besar. Besarnya jumlah laba mendorong perusahaan untuk mendanai kegiatan operasional melalui penghasilan internal tersebut. Ketika jumlah sumber penghasilan internal yang tersedia sudah cukup untuk memenuhi kebutuhan kegiatan operasional, maka sumber dana eksternal sudah tidak lagi diperlukan. Oleh sebab itu, saat sumber dana eksternal tidak diperlukan, maka tingkat utang perusahaan menjadi menurun. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa sumber penghasilan memiliki hubungan negatif terhadap tingkat utang, karena pada saat perusahaan memiliki sumber dana internal yang cukup maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai kegiatan operasional dengan sumber dana internal dibandingkan melalui sumber eksternal. Menurut Myers dan Majluf (1984), perusahaan lebih memilih laba ditahan dibandingkan dengan utang, utang jangka pendek dibandingkan utang jangka panjang, dan lebih memilih utang dibandingkan dengan ekuitas sebagai sumber dana perusahaan. Oleh karena itu, sumber penghasilan memiliki hubungan negatif dengan tingkat utang. Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Padrón *et al.* (2005) juga menyatakan bahwa sumber penghasilan berpengaruh negatif dan signifikan dengan *leverage*. Dengan demikian dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

H2 : Sumber Penghasilan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Pengaruh Tingkat Jaminan terhadap *Leverage*

Tingkat jaminan berkaitan dengan besarnya aset berwujud yang dijadikan jaminan oleh perusahaan terhadap kreditur atas pinjaman yang dilakukan. Semakin besar tingkat jaminan yang dapat perusahaan tawarkan kepada kreditur, maka semakin tinggi tingkat kepercayaan kreditur terhadap perusahaan, karena semakin besar jaminan yang diterima kreditur mencerminkan semakin kecil risiko kerugian kreditur apabila perusahaan tidak sanggup membayar utang. Oleh sebab itu, tingkat kepercayaan kreditur yang tinggi menjadikan perusahaan dapat dengan mudah memperoleh pinjaman dari kreditur. Berdasarkan *trade off theory*, tingkat jaminan memiliki hubungan positif terhadap tingkat utang, karena meningkatnya jumlah jaminan yang ditawarkan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang timbul dari kontrak utang menyebabkan perusahaan dapat memperoleh utang dengan mudah (Chung 1993; Rajan dan Zingales 1995). Kemudahan untuk memperoleh utang dari kreditur menjadikan tingkat utang perusahaan semakin meningkat.



Oleh karena itu, tingkat jaminan memiliki hubungan positif dengan tingkat utang. Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Padrón *et al* (2005) juga menyatakan bahwa tingkat jaminan berpengaruh positif dan signifikan dengan *leverage*. Dengan demikian dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

H3 : Tingkat jaminan berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Pengaruh Biaya Utang terhadap *Leverage*

Perusahaan dengan biaya utang yang tinggi cenderung memiliki risiko yang lebih tinggi. Dalam membuat keputusan kebijakan pendanaan, perusahaan yang sudah memiliki biaya utang yang tinggi tidak lagi mengambil utang sebagai sumber pendanaan untuk menghindari risiko yang merugikan, sehingga tingkat utang perusahaan menjadi menurun. Biaya utang yang terlalu tinggi dapat menimbulkan risiko keuangan bagi perusahaan berupa risiko gagal bayar. Ketika perusahaan gagal memenuhi kewajiban, maka pemegang saham yang menanggung kekurangan pembayaran utang pada kreditor, sehingga menyebabkan risiko kebangkrutan. Berdasarkan *trade off theory*, biaya utang memiliki hubungan negatif terhadap tingkat utang, karena perusahaan dengan biaya utang dan risiko bisnis yang tinggi sebaiknya menggunakan tingkat utang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki biaya utang dan risiko bisnis yang rendah, karena penggunaan utang yang semakin besar akan meningkatkan beban bunga dan risiko gagal bayar. Ketika perusahaan mengalami risiko gagal bayar, maka risiko kebangkrutan juga akan semakin tinggi. Oleh karena itu, biaya utang perusahaan memiliki hubungan negatif dengan tingkat utang. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Padrón *et al* (2005) juga menyatakan bahwa biaya utang berpengaruh negatif dan signifikan dengan *leverage*. Dengan demikian dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

H4 : Biaya utang berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Pengaruh Peluang Pertumbuhan terhadap *Leverage*

Semakin tinggi peluang pertumbuhan suatu perusahaan, berarti semakin besar dana eksternal yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan ekspansi dalam pasar. Untuk memenuhi kebutuhan dana eksternal tersebut, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana eksternal yang paling baik untuk kondisi perusahaan. Sumber dana eksternal yang paling baik adalah sumber dana yang memiliki risiko paling kecil, sehingga menerbitkan saham baru lebih disukai oleh perusahaan dibandingkan dengan utang. Penerbitan saham baru lebih disukai karena memiliki risiko yang lebih kecil dari utang (Rajan dan Zingales, 1995). Oleh sebab itu, perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi lebih memilih mendanai perusahaan dengan menerbitkan saham baru dibandingkan dengan utang, sehingga tingkat utang pun menjadi menurun.

Berdasarkan *pecking order theory*, peluang pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan negatif terhadap tingkat utang, karena perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang besar juga menempatkan permintaan dihasilkannya dana internal yang lebih besar, sehingga perusahaan akan lebih memilih pendanaan melalui dana internal dibandingkan melalui utang (Myers dan Majluf, 1984). Selain itu, menurut Rajan dan Zingales (1995), ketika perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang besar membutuhkan dana, perusahaan tersebut akan menerbitkan saham baru dan mengurangi penggunaan utang. Oleh karena itu, perusahaan dengan peluang pertumbuhan lebih besar, memiliki rasio tingkat utang yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang kecil, sehingga peluang pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan negatif dengan tingkat utang. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Padrón *et al* (2005) juga menyatakan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh negatif dan signifikan dengan *leverage*. Dengan demikian dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

H5 : Peluang pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap *leverage*.



Pengaruh Reputasi terhadap *Leverage*

Reputasi perusahaan berkaitan dengan nama baik dan citra perusahaan dimata pihak eksternal. Ketika perusahaan dapat memenuhi kewajiban pembayaran secara tepat waktu atas kontrak utang kepada kreditur, maka perusahaan akan memiliki reputasi yang baik di mata kreditur, sehingga tingkat kepercayaan kreditur terhadap perusahaan meningkat. Oleh sebab itu, perusahaan dapat dengan mudah memperoleh utang dari kreditur. Berdasarkan *agency theory*, reputasi perusahaan memiliki hubungan positif terhadap tingkat utang, karena reputasi yang baik diperoleh dari tingkat kejujuran perusahaan dan kemampuan membayar kewajiban secara tepat waktu. Tindakan jujur dan membayar kewajiban tepat waktu inilah yang mengurangi konflik keagenan antara perusahaan dengan kreditur. Perusahaan tidak mengabaikan kepentingan-kepentingan kreditur, dan memenuhi kewajiban kepada kreditur secara tepat waktu. Reputasi perusahaan yang baik menjadikan suatu perusahaan lebih dikenal dan dipercaya oleh pasar, sehingga perusahaan dapat dengan mudah memperoleh pinjaman dari kreditur. Maka dari itu, perusahaan dengan reputasi yang baik cenderung memiliki tingkat utang yang tinggi, dan dapat disimpulkan bahwa reputasi perusahaan memiliki hubungan positif dengan tingkat utang. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Padrón *et al* (2005) juga menyatakan bahwa reputasi berpengaruh positif dengan *leverage*. Dengan demikian dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

H6 : Reputasi berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Pengaruh Likuiditas terhadap *Leverage*

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang harus segera dibayar dengan harta lancar yang dimilikinya. Perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban secara tepat waktu berarti perusahaan tersebut berada dalam kondisi yang *liquid*. Kondisi yang *liquid* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki alat pembayaran atau aktiva lancar yang lebih besar dibandingkan dengan utang. Kondisi perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi berarti memiliki aktiva lancar yang besar. Besarnya jumlah aktiva lancar yang dimiliki, mencerminkan bahwa perusahaan mampu untuk mendanai kegiatan operasional dengan sumber dana internal, sehingga perusahaan tidak lagi membutuhkan utang. Oleh karena itu, tingkat utang perusahaan menurun. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi memiliki hubungan negatif terhadap tingkat utang, karena ketika kebutuhan modal sudah dapat terpenuhi dengan aktiva lancar, maka modal yang berasal dari utang pada pihak eksternal tidak lagi dibutuhkan. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, maka semakin tidak diperlukan untuk melakukan utang. Maka dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap tingkat utang. Berdasarkan penelitian Alipour *et al.* (2015) juga menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Dengan demikian dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

H7 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini menggunakan 2 variabel untuk melakukan analisis data. Variabel tersebut terdiri dari variabel terikat (*dependent variable*) yaitu *leverage* perusahaan, dan variabel bebas (*independent variable*) dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan, penghasilan, tingkat jaminan, biaya utang, peluang pertumbuhan, reputasi, dan likuiditas.

TABEL 3.1
Variabel, Jenis, Indikator, dan Skala Pengukuran

Variabel	Jenis	Indikator
Leverage	Dependen	$LEV = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Utang} + \text{Nilai Pasar Ekuitas}}$
Ukuran Perusahaan	Independen	$SIZE = \log(\text{Total Aktiva})$
Sumber Penghasilan	Independen	$GR = \frac{\text{Profit aktivitas biasa} + \text{Biaya Depresiasi}}{\text{Total Utang}}$
Tingkat Jaminan	Independen	$WARR = \frac{\text{Aset Tetap Berwujud Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$
Biaya Utang	Independen	$DCOST = \frac{\text{Beban Keuangan}}{\text{Total Utang}}$
Peluang Pertumbuhan	Independen	$GDP = \frac{\text{Nilai Pasar Saham Biasa}}{\text{Total Utang}}$
Reputasi	Independen	$REP = \log(\text{umur perusahaan})$
Likuiditas	Independen	$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$ $WCR = \frac{\text{Aset Lancar} - \text{Utang Lancar}}{\text{Total Aktiva}}$

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2015. Metode penentuan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 3 tahun berturut-turut, yaitu periode 2013-2015 (2) perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan secara lengkap dari tahun 2013 sampai tahun 2015 (3) Laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan memakai mata uang rupiah (4) Saham emiten aktif diperdagangkan selama periode 2013-2015.

Metode Analisis dan Uji Hipotesis

Penelitian ini menggunakan metode analisis *Ordinary Least Square Regression* (Regresi OLS) untuk pengujian hipotesis. Model regresi OLS yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$LEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 GR_{it} + \alpha_3 WARR_{it} + \alpha_4 DCOST_{it} + \alpha_5 GDP_{it} + \alpha_6 REP_{it} + \alpha_7 CR_{it} + \alpha_8 WCR_{it} + \epsilon_{it}$$



LEV_{it}	=	rasio <i>leverage</i>
i	=	konstanta
	=	koefisien regresi masing-masing variabel independen
SIZE	=	ukuran perusahaan
GR	=	sumber penghasilan
WARR	=	tingkat jaminan
DCOST	=	biaya utang
GOP	=	peluang pertumbuhan
REP	=	reputasi perusahaan
CR	=	rasio lancar
WCR	=	rasio modal kerja
it	=	error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015. Sampel penelitian menggunakan perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia yang bergerak dalam sektor manufaktur. Perincian perolehan sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 4.1
Sampel Penelitian Periode 2013-2015

Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015	143
Perusahaan yang tidak melaporkan laporan tahunan selama tahun 2013-2015	41
Perusahaan yang menggunakan mata uang asing dalam laporan keuangan	30
Jumlah sampel penelitian	72
Jumlah pengamatan 3 x 72	216

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2017

Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran suatu data yang dilihat dari nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (Ghozali, 2011).

Tabel 4.2
Analisis Statistik Deskriptif

	N	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata-rata	Deviasi Standar
LEV	216	0.0004	0.9711	0.445013	0.2867958
SIZE	216	10.9856	14.3899	12.290487	0.7331931
GR	216	-0.6795	1.8380	0.255849	0.3748659
WARR	216	0.0287	0.8976	0.356340	0.1879109
DCOST	216	-0.3336	0.0686	-0.041499	0.0325096
GOP	216	0.0000	0.0000	0.000000	1E-7
REP	216	0.0000	1.5315	1.220218	0.2867529
CR	216	0.3453	464.9844	5.464352	35.6220619
WCR	216	-0.7208	0.6648	0.206649	0.2335537
Valid (listwise)	N 216				

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2017



Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 4.3
Hasil Uji Statistik t

Model	B	t	Sig.
(Constant)	1.165	4.684	.000
SIZE	-.066	-3.365	.001
GR	-.395	-9.381	.000
WARR	.020	.229	.819
DCOST	-.704	-1.529	.128
GOP	-63717.675	-.442	.659
REP	.184	3.719	.000
CR	-.001	-2.608	.010
WCR	-.300	-3.877	.000

Berdasarkan hasil uji t yang dilakukan pada variabel independen ukuran perusahaan (SIZE) terhadap variabel dependen *leverage* (LEV) menunjukkan nilai signifikansi variabel ukuran perusahaan sebesar 0,001 yang berarti signifikan pada $\alpha = 1\%$. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap *leverage*. Nilai t ukuran perusahaan adalah -0,066. Tanda negatif memperlihatkan adanya pengaruh negatif dari variabel ukuran perusahaan terhadap *leverage*. Pengaruh negatif tersebut berlawanan arah dengan hipotesis yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *leverage*. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama yang menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *leverage* ditolak.

Berdasarkan hasil uji t yang dilakukan terhadap variabel independen sumber penghasilan (GR) terhadap variabel dependen *leverage* (LEV) menunjukkan nilai t variabel sumber penghasilan sebesar -0,395. Tanda negatif menunjukkan bahwa variabel sumber penghasilan menurunkan *leverage*. Nilai signifikansi variabel sumber penghasilan sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada $\alpha = 1\%$. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua yang menyatakan variabel sumber penghasilan memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* diterima.

Berdasarkan hasil uji t yang dilakukan terhadap variabel independen tingkat jaminan (WARR) terhadap variabel dependen *leverage* (LEV) menunjukkan nilai t variabel tingkat jaminan sebesar 0,020. Nilai t yang berlawanan positif menunjukkan bahwa variabel tingkat jaminan dapat meningkatkan *leverage*. Nilai signifikansi variabel tingkat jaminan sebesar 0,819 yang berarti tidak signifikan pada $\alpha = 10\%$. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga yang menyatakan variabel tingkat jaminan berpengaruh positif terhadap *leverage* ditolak.

Berdasarkan hasil uji t yang dilakukan terhadap variabel independen biaya utang (DCOST) terhadap variabel dependen *leverage* (LEV) menunjukkan nilai t sebesar -0,704. Tanda negatif menunjukkan bahwa variabel biaya utang menurunkan *leverage*. Nilai signifikansi variabel biaya utang sebesar 0,128. Nilai signifikansi variabel penghasilan sebesar 0,128 yang berarti tidak signifikan pada $\alpha = 10\%$. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat yang menyatakan variabel biaya utang memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* ditolak.

Berdasarkan hasil uji t yang dilakukan terhadap variabel independen peluang pertumbuhan (GOP) terhadap variabel dependen *leverage* (LEV) menunjukkan nilai t sebesar -63717,6. Tanda negatif menunjukkan bahwa variabel peluang pertumbuhan menurunkan *leverage*. Nilai signifikansi variabel peluang pertumbuhan sebesar 0,659 yang berarti tidak signifikan pada



=10%. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis kelima yang menyatakan variabel peluang pertumbuhan memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* ditolak.

Berdasarkan hasil uji t yang dilakukan terhadap variabel independen reputasi perusahaan (REP) terhadap variabel dependen *leverage* (LEV) menunjukkan nilai t sebesar 0,184. Tanda positif menunjukkan bahwa variabel reputasi perusahaan meningkatkan *leverage*. Nilai signifikansi variabel reputasi perusahaan sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada $\alpha = 1\%$. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis keenam yang menyatakan bahwa reputasi perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *leverage* diterima.

Hubungan variabel independen likuiditas terhadap variabel dependen *leverage* ditunjukkan dengan rasio lancar (CR) dan rasio modal kerja (WCR). Pada tabel 4.10 diketahui nilai t rasio lancar (CR) sebesar -0,001. Nilai t yang berlambang negatif menunjukkan bahwa rasio lancar menurunkan *leverage*. Nilai signifikansi CR sebesar 0,010 yang berarti signifikan pada $\alpha = 1\%$. Selanjutnya, rasio modal kerja (WCR) menunjukkan nilai t sebesar -0,300. Nilai t yang berlambang negatif menunjukkan bahwa rasio modal kerja menurunkan *leverage*. Nilai signifikansi sebesar 0,000 yang berarti signifikan pada $\alpha = 1\%$. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketujuh yang menyatakan variabel likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* diterima.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan, penghasilan, tingkat jaminan, biaya utang, peluang pertumbuhan, reputasi, dan likuiditas terhadap *leverage* perusahaan. Sampel yang digunakan adalah 72 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013-2015. Total pengamatan yang digunakan adalah 216 data laporan tahunan perusahaan. Berdasarkan hasil uji regresi yang telah dijelaskan pada Bab IV, hasil dari penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut: 1). Variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. Hal ini disebabkan perusahaan dengan ukuran besar merupakan perusahaan yang lebih matang dan memiliki lebih banyak sumber dana internal yang dihasilkan dari pada perusahaan dengan ukuran yang kecil. Oleh sebab itu, perusahaan besar akan lebih memilih untuk menggunakan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan modal kegiatan operasional, sehingga sumber dana dari luar tidak lagi dibutuhkan. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory*. 2). Variabel sumber penghasilan berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat penghasilan internal yang tinggi berarti memiliki sumber dana internal yang besar. Sumber dana internal yang besar dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan modal perusahaan. Ketika sumber dana internal cukup untuk memenuhi kebutuhan modal perusahaan, sumber dana dari luar berupa utang tidak lagi dibutuhkan perusahaan. Hasil dari penelitian ini mendukung *pecking order theory*. 3). Variabel tingkat jaminan berpengaruh positif tidak secara signifikan terhadap *leverage*. Hasil yang tidak signifikan terjadi karena pada masa periode pengamatan tahun 2013-2015, perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki jumlah tingkat jaminan relatif kecil, namun memiliki tingkat utang yang besar. Menurut Titman dan Wessels (1998), perusahaan dengan tingkat jaminan kecil akan tetap meningkatkan tingkat utang untuk mencegah manajer menggunakan dana perusahaan demi menguntungkan diri pribadinya sendiri, sehingga perusahaan dapat meminimalkan *agency cost of debt*. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa perusahaan meningkatkan tingkat utang karena dipengaruhi faktor selain besarnya tingkat jaminan, yaitu tujuan untuk mengurangi *agency cost of debt*. 4). Variabel biaya utang berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap *leverage*. Hasil yang tidak signifikan terjadi karena pada masa periode pengamatan perusahaan manufaktur di Indonesia tahun 2013-2015, ketika biaya utang meningkat, perusahaan tetap menambah jumlah utangnya. Menurut Modigliani dan Miller (1963), selama biaya utang memberikan manfaat lebih tinggi dibandingkan risiko yang muncul, maka perusahaan akan tetap meningkatkan *leverage*. Meningkatnya *leverage* dapat memperbesar jumlah beban bunga perusahaan, dan beban bunga tersebut dapat digunakan untuk mengurangi pajak penghasilan perusahaan. Selain itu, jika perusahaan dapat menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi dengan menggunakan dana yang berasal dari utang, maka hal tersebut akan mendorong perusahaan untuk meningkatkan *leverage*. 5). Variabel peluang



pertumbuhan berpengaruh negatif tidak secara signifikan terhadap *leverage*. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana eksternal yang besar untuk melakukan ekspansi pasar. Perusahaan akan lebih memilih untuk menerbitkan saham baru dibandingkan dengan utang, karena menerbitkan saham baru memiliki tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan utang (Rajan dan Zingales, 1995). Namun, pada masa periode pengamatan tahun 2013-2015, perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan harga atas saham yang beredar, sehingga jumlah modal masuk yang berasal dari penerbitan saham baru jumlahnya kecil. Oleh sebab itu, kebutuhan dana untuk melakukan ekspansi pasar masih belum tercukupi, sehingga perusahaan masih memerlukan dana dari utang. Selain itu, perusahaan dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi memiliki asimetri informasi yang besar. Oleh sebab itu, untuk mengurangi asimetri informasi, perusahaan akan mengambil utang. 6). Variabel reputasi berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*. Hal ini disebabkan reputasi baik diperoleh saat perusahaan dapat memenuhi kewajiban pembayaran secara tepat waktu atas kontrak utang kepada kreditur. Ketika perusahaan mampu memenuhi kewajiban secara tepat waktu, konflik agensi antara perusahaan dengan kreditur menurun, dan tingkat kepercayaan kreditur kepada perusahaan pun meningkat. Oleh sebab itu, perusahaan dapat dengan mudah memperoleh pinjaman dari kreditur. Dengan demikian, semakin baik reputasi perusahaan di pasar dan di mata kreditur, maka *leverage* perusahaan semakin meningkat. 7). Variabel likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. Hal ini terjadi karena kondisi perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi berarti memiliki aktiva lancar yang besar. Besarnya jumlah aktiva lancar yang dimiliki, mencerminkan bahwa perusahaan mampu untuk mendanai kegiatan operasional dengan sumber dana internal, sehingga perusahaan tidak lagi membutuhkan utang. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi memiliki hubungan negatif terhadap *leverage*, karena ketika kebutuhan modal sudah dapat terpenuhi dengan aktiva lancar, maka modal yang berasal dari utang pada pihak eksternal tidak lagi dibutuhkan.

REFERENSI

- Alipour, M., Mir Farhad, S.M., Hojjatollah, D. 2015. "Determinants of Capital Structure: an Empirical Study of Firms in Iran", *Journal of Law and Management*, Vol. 57 Iss. 1, pp. 53-83.
- Amidu, M. (2007), "Determinants of Capital Structure of Banks in Ghana: an Empirical Approach", *Baltic Journal of Management*, Vol. 2 No. 1, pp. 67-79.
- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. 2008. "The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43 No. 1, pp. 59-92.
- Castanias, R. 1983. "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol. 38 No. 5, pp. 1617-1635.
- Chadha, S., and Sharma, A.K. 2015. "Determinants of Capital Structure: an Empirical Evaluation From India", *Journal of Advances in Management Research*, Vol. 12, Iss 1, pp. 3-14.
- Chung, K.H. 1993. "Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: an Empirical Test", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20 No. 1, pp. 83-98.
- Crabbe, L. and Post, M.A. 1994. "The Effect of a Rating Downgrade on Outstanding Commercial Paper", *Journal of Finance*, Vol. 49 No. 1, pp. 39-56.
- Crutchley, C.E. and Hansen, R.S. 1989. "A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends", *Financial Management*, Vol. 4, pp. 36-46.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Patel, A. 1999. "Bank Monitoring and The Pricing of Corporate Public Debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 435-49.
- Deesomsak, R., Krishna, P. and Pescetto, G. 2004. "The Determinants of Capital Structure: Evidence From The Asia Pacific Region", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14 Nos 4/5, pp. 387-405.



- Diamond, D.W. 1989. "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy*, Vol. 97, pp. 828-62.
- Eriotis, N., Vasiliou, D. and Ventoura-Neokosmidi, Z. 2007. "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: an Empirical Study", *Managerial Finance*, Vol. 33 No. 5, pp. 321-331.
- Feidakis, A. and Rovolis, A. 2007. "Capital Structure Choice in European Union: Evidence From The Construction Industry", *Applied Financial Economics*, 17:12, pp. 989-1002.
- Frank, M.Z. and Goyal, V.K. 2002. "Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 67 No. 2, pp. 217-248.
- Gaver, J.J. and Gaver, K.M. 1993. "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 125-60.
- Ghozali, Imam. 2011. "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS". Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Heshmati, A. 2001. "The Dynamics of Capital Structure: Evidence From Swedish Micro and Small Firms", *Research in Banking and Finance*, Vol. 2 No. 1, pp. 199-241.
- James C.V.H and John M.W.Jr. 2013. Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan. Edisi 13. Jakarta : Salemba Empat
- Jensen, M. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp. 271-281.
- Karadeniz, E., Kandir, S.Y., Balcilar, M. and Onal, Y.B. 2009. "Determinants of Capital Structure: Evidence From Turkish Lodging Companies", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 21 No. 5, pp. 594-609.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. 1963. "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction", *American Economic Review*, Vol. 53 No. 3, pp. 433-443.
- Myers, S.C. 1984. "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 34 No. 3, pp. 575-92.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Padrón García, Y., Rosa Maria C.A., Octaviano M.S., Maria Concepción V.M. and Lourdes J.S. 2005. "Determinant Factors of Leverage: an Empirical Analysis of Spanish Corporations", *Journal of Risk Finance*, Vol. 6 Iss 1, pp. 60-68.
- Prasetyo, Achmad Eko. 2015. "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014". Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Rajagopal, S. 2011. "The Portability of Capital Structure Theory: Do Traditional Models Fit in an Emerging Economy?", *Journal of Finance and Accountancy*, Vol. 5, pp. 1-17.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. 1995. "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, Vol. 50 No. 5, pp. 1421-60.
- Sheikh, N.A. and Wang, Z. 2011. "Determinants of Capital Structure an Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan", *Managerial Finance*, Vol. 37 No. 2, pp. 117-133.
- Steven dan Lina, 2011. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur". Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol.13 No.3, p.163-181.
- Titman, S. and Wessels, R. 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, Vol. 43 No. 1, pp. 1-19.
- Viviani, J. 2008. "Capital Structure Determinants: an Empirical Study of French Companies in The Wine Industry", *International Journal of Wine Business Research*, Vol. 20 No. 2, pp.171-19