

KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP TINGKAT LEVERAGE

Rusman Soleman

Fakultas Ekonomi Universitas Khairun Ternate
Jl. Kampus 2 Gambesi, Unkhair Ternate

Abstract: *The objective of this research was 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 Indonesia Stock Exchange (BEI). This research were explanatory research, was done by survey method on public firm of manufacturer sector listed in Jakarta Stock Exchange (BEJ). The minimal samples were taken in the amount of 35 firm from population amount of 157 which calculated base on Yamane method for cross section data in the year at 2003 – 2005. Based on multiple regression model of analysis, the results showed 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 Indonesia Stock Exchange (BEI).*

Keywords: *Firm characteristics and leverage rate*

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 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.

Berdasarkan data dari *capital market directory* tahun 2006, diketahui bahwa terdapat peningkatan jumlah emiten yang tercatat (*listing*) di pasar modal, yaitu dari 24 perusahaan pada tahun 1988 melonjak menjadi 343 perusahaan pada tahun 2005 dengan laju pertumbuhan 26,21 persen per tahun. Jumlah kapitalisasi pasar juga mengalami peningkatan yang sangat luar biasa yaitu dari Rp 481 miliar pada tahun 1988 meningkat menjadi Rp 286 triliun pada tahun 2005 atau meningkat dengan laju pertumbuhan sebesar 3951,22 persen pertahun. Faktor-faktor yang menjadi pertimbangan manajemen tentang aktivitas pendanaan melalui pasar modal

Korespondensi Penulis:

Rusman Soleman: Telp. +62 921 311 0903, + 62 921 311 096
E-mail : jurkubank@yahoo.com

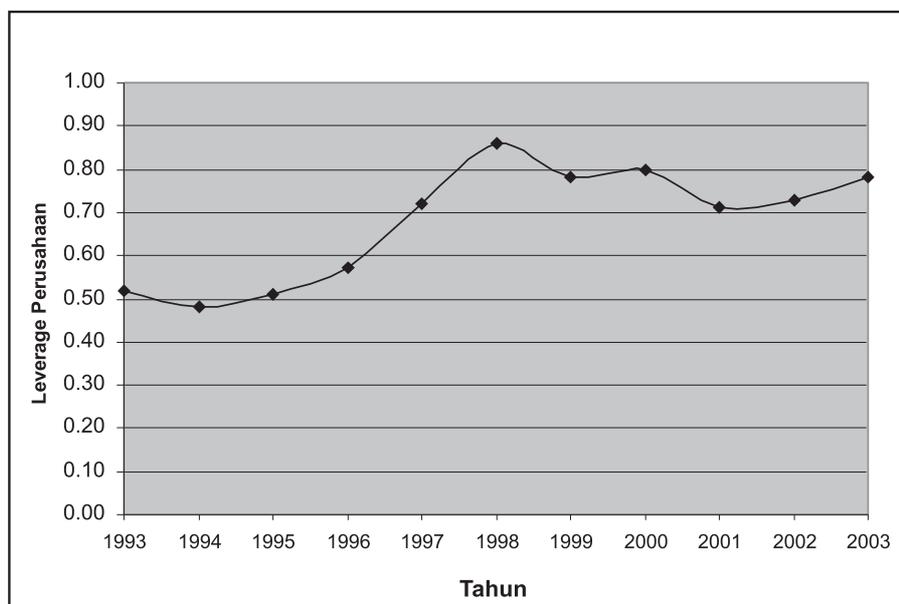
KEUANGAN ■■■■■

merupakan refleksi dari motivasi manajemen untuk terus dapat meningkatkan nilai perusahaan atau kinerja keuangan perusahaan.

Keputusan manajemen tentang sumber pendanaan melalui pasar modal, yaitu mengenai pilihan pendanaannya 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. Pola struktur modal sebagaimana Gambar 1 tersebut, 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 risiko 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% (Gambar 1) tentunya dapat menciptakan risiko yang berlebihan bagi perusahaan, serta dapat mengganggu tingkat kinerja perusahaan. Menurut Lasher (2003), 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. Voulgaris *et al.* (2002), 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



Gambar 1. Grafik Perkembangan Rata-rata Leverage Tahunan untuk Perusahaan Publik Non Keuangan Tahun 1993-2003

Sumber : BEJ Report, 1993 – 2003

KARAKTERISTIK PERUSAHAAN

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, 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 di saat kondisi ekonomi menurun, dengan tingkat *leverage* yang tinggi maka risiko yang akan ditanggung makin tinggi pula. Untuk itu penelitian ini menganalisis pengaruh variabel pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap tingkat *leverage* pada perusahaan publik sektor industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) baik berdasarkan pengujian statistik secara parsial maupun secara bersama-sama.

Lasher (2003), mengemukakan bahwa komposisi tingkat hutang dengan ekuitas suatu 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) adalah pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, volatilitas pendapatan perusahaan, dan inventaris. 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.

Ukuran perusahaan memperlihatkan besarnya ukuran perusahaan selama periode tertentu, yang dapat diukur dengan menggunakan *natural logarithm (ln) 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 dan Vaninsky (1999), bahwa perusahaan yang mempunyai ukuran besar (*size*) secara khas mempunyai *net income* yang lebih besar daripada 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.

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.

Profitabilitas perusahaan merupakan tingkat profitabilitas yang dicapai oleh perusahaan. Dalam penelitian ini profitabilitas akan diprosikan dengan return on assets (ROA), yaitu menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan perusahaan.

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 kreditor atau yang disebut dengan utang. Proporsi atau bauran dan penggunaan modal sendiri dan utang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

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 aktivitasnya menggunakan pembiayaan utang (total utang) dalam struktur modal perusahaan untuk membiayai kegiatan perusahaan. (Brigham dan Waston, 2001)

Beberapa variabel yang mempengaruhi *leverage* adalah karakteristik perusahaan, yaitu : (1) Pertumbuhan Aset 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

KEUANGAN ■■■■■

pengaruh pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap tingkat *leverage* pada perusahaan publik sektor industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia, dapat diperoleh model persamaan pada Tabel 1.

Tabel 1. Hasil Uji Analisis Regresi

Variabel	Beta	t	Sig.
Constant	0.217	.697	.487
Asset Growth (X_1)	0.00712	3.163	.002
Firm Size (X_2)	0.05031	2.164	.033
Return on Asset (X_3)	-0.0215	-7.882	.000
F	= 24.14		
R ²	= 0.418		
Adjusted R ²	= 0.400		
R	= 0.646		
Sig. F	= 0.000		

Ket: Signifikan pada $\alpha = 0.01$

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

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

Dimana :

PA = Pertumbuhan Aset (*Asset Growth*)

UP = Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Profit = Profitabilitas (*Return on Asset*)

LEV = *Leverage* Perusahaan

Dengan model regresi berganda dapat digunakan dengan baik untuk menganalisis pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas pada perusahaan public sector industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hal ini dapat dilihat dari koefisien determinasi (R^2) menunjukkan variasi *dependent variable* (tingkat *leverage*) yang dapat dijelaskan oleh *independent variable* secara bersama-sama (simultan). Koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,418. artinya 41,8 % tingkat *leverage* pada perusahaan publik sektor industri manufaktur di BEI dapat dijelaskan oleh

pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas secara bersama-sama, sedangkan lainnya dijelaskan oleh variabel lain di luar variabel yang diteliti atau dianalisis. Kebaikan model ini didukung oleh Uji F, dimana F statistic sebesar 24,14 signifikan pada 0,01 (karena sig F = 0,000 lebih kecil 0,01) artinya *independent variable* bersama-sama berpengaruh terhadap *dependent variable*. 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).

PEMBAHASAN

Pengaruh Pertumbuhan Aset terhadap Tingkat *Leverage* Perusahaan

Berdasarkan hasil perhitungan regresi menunjukkan bahwa pertumbuhan aset secara individu memiliki arah berpengaruh yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan aset maka semakin besar *leverage* perusahaan. Pertumbuhan aset memiliki tanda yang positif terhadap *leverage* disebabkan aset akan mudah untuk dikolateralkan (dijaminan) 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 dijaminan, semakin besar hutang dengan jaminan (*secured debt*) yang

dapat diperoleh perusahaan. (Titman dan Wessels, 1988, Wald, 1999, Ozkan, 2001).

Di samping 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.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Tingkat Leverage Perusahaan

Berdasarkan hasil perhitungan regresi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan secara individu memiliki arah berpengaruh yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar *leverage* perusahaan.

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.

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 di masa yang akan datang. Nilai penjualan suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuan mempertahankan keuntungan dan mencerminkan tingkat penerimaan. Semakin besar prediksi nilai penjualan di masa 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.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Tingkat Leverage Perusahaan

Berdasarkan hasil perhitungan regresi menunjukkan bahwa profitabilitas secara individu memiliki arah berpengaruh yang negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin rendah *leverage* perusahaan. 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). (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). (3) Peningkatan pendapatan mengindikasikan perusahaan memiliki kualitas yang tinggi, sehingga akan menggunakan lebih banyak hutang (Balclay dan Smith, 2001). (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).

Hasil penelitian ini sesuai 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.

Pengaruh Pertumbuhan Aset, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Tingkat Leverage Perusahaan

Variabel *leverage* perusahaan dalam penelitian ditemukan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel pertumbuhan aset, ukuran perusahaan dan profitabilitas. Hal ini mendukung temuan peneliti-peneliti terdahulu yaitu Rajan dan Zingales (1995), menyatakan bahwa variabel-variabel yang termasuk dalam karakteristik perusahaan dan berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan adalah ukuran perusahaan, kesempatan pertumbuhan aset, dan profitabilitas. Temuan ini juga berbeda dengan penelitian Wald (1999), Ozkan (2001), dan Lasher (2003) yang menyatakan bahwa karakteristik perusahaan yang digunakan dalam mempengaruhi sumber dana perusahaan terdiri dari pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, dan inventaris.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap tingkat *leverage* pada perusahaan publik sektor industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) baik berdasarkan pengujian statistik secara parsial maupun secara bersama-sama.

Berdasarkan perhitungan menggunakan analisis regresi berganda, diketahui bahwa pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas, baik secara individu maupun bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Hal ini diperlihatkan oleh nilai alpha (α) hitung (p -value), lebih kecil dari nilai alpha (α) tabelnya yang sebesar $\alpha = 5\%$, baik

KEUANGAN ■■■■■

- Titman and Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol.43 (March), No.1, pp.1–19.
- Voulgaris, F., D. Asteriou and Agiomirgianakis, G. 2002. Capital Structure, Asset Utilization, Profitability, and Growth in The Greek Manufacturing Sector. *Applied Economics*, Vol. 43, No.11, pp.1379 – 1388.
- Wald, J. K. 1999. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research*, Vol. 22, No.2, pp.161 – 187.
- Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi IV*, pp.1084-1105.