

ANALISIS PENGUJIAN PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, PROFITABILITAS, RISIKO BISNIS, DAN TINGKAT PERTUMBUHAN TERHADAP *LEVERAGE* PERUSAHAAN

YUVITA VIANDGO
feliavita@yahoo.com

ABSTRACT

Every company has the same goal of making a profit, increase the value of the company, and the welfare of shareholders. However, to achieve these goals is not easy, the competition is getting tougher now, requires companies to work extra hard and new innovations and fresh ideas are needed to make the company different and superior. In addition, the company's capital structure is an important element in achieving success because of capital, how it is used, and the sources are very important for the company. The use of debt and equity a company called leverage will affect the company's capital structure. This study aimed to determine the effect of variable size, profitability, business risk, and growth rate on the level of leverage with companies in the consumer goods industry as its object and the study period for 3 years (2009-2011). This study is the causality with hypothesis. The sampling technique used was purposive sampling, sample totaling 25 companies, the data used are secondary data that the company's financial statements. The analysis technique used is panel data regression with fixed effect models. This analysis is used to see how much influence and direction of influence of each independent variable on the leverage of the company specifically. These results indicate that firm size is positive but not significant effect on leverage. While the rate of growth and the profitability affects leverage is negative and significant, and the business risk positively affect leverage significantly.

Keywords: *Leverage, Company Size, Profitability, Business Risk, Growth Rate.*

PENDAHULUAN

Semua perusahaan memiliki tujuan yang sama yaitu menghasilkan laba, meningkatkan nilai perusahaan, dan mensejahterakan pemegang saham. Saat ini, persaingan makin ketat sehingga mengharuskan perusahaan bekerja lebih giat untuk menjadi lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya. Dalam mencapai tujuan tersebut perusahaan dapat melakukan berbagai perubahan seperti meningkatkan jumlah produksi, meningkatkan kualitas produk, memberi variasi baru dalam produk, atau bisa juga melakukan pengembangan di bagian pengelolaan modal perusahaan. Modal merupakan unsur terpenting dalam berjalannya perusahaan dan merupakan persoalan penting yang tidak akan berakhir diperbincangkan. Menurut Riyanto (1995:17), modal merupakan hasil produksi yang digunakan untuk memproduksi lebih lanjut. Modal yang dimiliki perusahaan harus dikelola sedemikian mungkin dengan proporsi yang ideal untuk pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Modal dikelola oleh manajemen perusahaan di bidang keuangan yang juga membuat dua keputusan penting yaitu keputusan pendanaan dan keputusan investasi yang pada akhirnya berujung pada pembentukan struktur modal yang optimal. Dalam menemukan struktur modal yang optimal, ada beberapa teori struktur modal yang dapat diaplikasikan perusahaan seperti *Signalling Theory*, *Trade Off Theory*, *Agency Theory* dan *Pecking Order Theory*, dan juga perusahaan harus mencari proporsi yang tepat dari sumber dana internal dan eksternal. Kombinasi penggunaan utang maupun ekuitas yang digunakan dalam perusahaan merupakan sebuah pengungkit untuk membantu operasional perusahaan bekerja lebih cepat, dimana dalam ilmu fisika dikenal dengan istilah *leverage*. Ada banyak hal yang mempengaruhi leverage perusahaan, namun dalam penelitian ini akan dibatasi menjadi empat faktor, yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, risiko bisnis, dan tingkat pertumbuhan perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, risiko bisnis, dan tingkat pertumbuhan perusahaan terhadap *leverage* perusahaan dalam Industri Barang Konsumsi yang terdaftar di BEI pada periode 2009-2011. Perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI menjadi objek penelitian karena industri ini selalu berkembang dan mengalami peningkatan walaupun dalam kondisi perekonomian yang tidak stabil.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur Modal

Modal merupakan bagian terpenting dan tidak ada habisnya dalam perusahaan, dimana definisi klasik dari modal adalah sebagai "hasil produksi yang digunakan untuk memproduksi lebih lanjut" (Riyanto, 1995: 17). Manajer keuangan suatu perusahaan bertugas untuk mengelola aliran dana sesuai dengan tujuan perusahaan dan bertanggung jawab atas pengambilan keputusan penting mengenai investasi (*investment*) dan pendanaan (*financing*) (Riyanto, 1995: 4). Keputusan pendanaan merupakan keputusan mengenai seberapa besar tingkat penggunaan utang dibanding ekuitas

dalam membiayai investasi perusahaan (Handayani dan Seftianne, 2011). Sumber dana yang dapat digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan ada dua sumber yaitu sumber dana internal (*internal sources*) dan sumber dana eksternal (*eksternal sources*). Sumber dana internal bisa didapat dari dalam perusahaan seperti dana yang berasal dari keuntungan yang tidak dibagikan perusahaan atau disebut dengan laba ditahan (*retained earnings*) dan akumulasi penyusutan (*accumulated depreciations*). Sedangkan sumber dana eksternal didapat perusahaan dari para kreditur, *supplier*, bank, dan pasar modal. Penggunaan dana dari dua sumber tersebut akan menciptakan struktur modal bagi perusahaan. Menurut Mayangsari (2001) struktur modal merupakan proporsi antara penggunaan modal sendiri dan utang dalam memenuhi kebutuhan lain perusahaan. Sedangkan menurut Haryono (1995), struktur modal merupakan perbandingan antara modal asing (*outsiders*) atau utang dengan modal sendiri (*insiders*).

Manajer keuangan dalam membuat keputusan pendanaan harus memilih sumber dana dengan baik dengan mempertimbangkan proporsi modal sendiri dan modal dari luar perusahaan, karena menentukan struktur modal bukanlah hal yang mudah. Perusahaan harus menemukan struktur modal yang optimal untuk menaikkan nilai perusahaan dan juga harga saham masing-masing karena tiap perusahaan memiliki struktur modal yang berbeda.

Leverage Perusahaan

Dalam ilmu fisika, *leverage* berarti menggunakan pengungkit untuk mengungkit beban yang berat dengan menggunakan sedikit tenaga. Hal ini juga digunakan didalam keuangan perusahaan, dimana perusahaan membutuhkan bantuan dalam menjalankan kinerja perusahaan. Rasio leverage menunjukkan seberapa besar aset perusahaan didanai dengan utang, dan penting untuk dianalisis karena berkaitan dengan kinerja perusahaan (Sugiri dan Abdullah, 2003). Pada umumnya *leverage* dibagi menjadi tiga macam yaitu: *leverage* operasi (*operating leverage*), *leverage* keuangan (*financial leverage*), dan *total leverage*.

Leverage operasi adalah seberapa besar biaya tetap yang digunakan dalam operasi suatu perusahaan. Sedangkan *leverage* keuangan (*Financial Leverage*) merupakan besarnya beban tetap keuangan yang digunakan perusahaan, beban tersebut biasanya berasal dari pembayaran bunga untuk utang yang digunakan oleh perusahaan (Herlina dkk, 2011). Perbedaan antara *leverage* operasi dan *leverage* keuangan adalah, *leverage* operasi menggambarkan struktur biaya pemisahan yang dikaitkan dengan keputusan manajemen dalam menentukan kombinasi aset perusahaan sedangkan *leverage* keuangan menggambarkan tingkat sumber dana utang dalam struktur modal perusahaan.

Hubungan Ukuran Perusahaan (Size) terhadap Leverage

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya perusahaan yang dapat juga ditinjau dari lapangan usaha yang dijalankan. Penentuan besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dari total penjualan, total aktiva, rata-rata tingkat penjualan, dan rata-rata total aktiva (Handayani dan Seftianne, 2011). Menurut Vogt (1994) perusahaan besar dengan struktur kepemilikan yang beragam membayar dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah keagenan, sehingga dana internal yang dimiliki lebih sedikit dan menggunakan utang lebih banyak. Berbeda dengan perusahaan kecil yang menghadapi masalah asimetri informasi, mereka cenderung membayarkan dividen lebih rendah yang menyebabkan tingkat utang rendah karena dana internal yang dimiliki lebih banyak. Herlina, dkk (2011), Erkaningrum dan Wibowo (2002), Handayani dan Seftianne (2011), Mayangsari (2001) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Hubungan Profitabilitas (Profitability) terhadap Leverage

Profitabilitas menunjukkan kemampuan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva untuk menghasilkan laba. Perusahaan yang mengalami kesulitan dana akan meminjam lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi, dimana perusahaan akan menggunakan dana yang dimiliki dibanding meminjam walaupun kesempatan untuk meminjam lebih besar (Handayani dan Seftianne, 2011). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung memiliki tingkat utang yang lebih sedikit karena kebutuhan dana dapat dipenuhi oleh *retained earnings* perusahaan. Profitabilitas diprediksikan memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*. Hal ini diungkapkan juga oleh beberapa peneliti dalam penelitian mereka, seperti Herlina, dkk. (2011), Erkaningrum dan Wibowo (2002), dan Marpaung (2010) bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Hubungan Risiko Bisnis (Business Risk) terhadap Leverage

Risiko bisnis adalah risiko dasar selain risiko keuangan yang dimiliki oleh perusahaan yang menggunakan *leverage* atau tidak, dan menjadi tambahan risiko bagi perusahaan yang menggunakan utang. Risiko bisnis dipengaruhi oleh: Variabilitas permintaan (unit yang terjual), variabilitas harga jual, variabilitas harga masukan, kemampuan untuk menyesuaikan harga keluaran terhadap perubahan harga masukan, dan sejauh mana biaya-biaya bersifat tetap : *leverage* operasi. Risiko bisnis berhubungan dengan keputusan investasi perusahaan, bila ingin mendapatkan keuntungan yang tinggi, maka risiko yang dihadapi akan semakin tinggi (*high risk high return*). Investor akan lebih tertarik dengan perusahaan yang memiliki risiko tinggi karena beranggapan penghasilan yang akan didapat menjadi lebih tinggi sesuai

dengan risikonya (Handayani dan Seftianne, 2011). Sedangkan dalam teori *trade-off* perusahaan akan menggunakan utang sebanyak-banyaknya demi mendapatkan manfaat penggunaan utang yang berhubungan dengan berkurangnya pajak sampai membentuk keseimbangan antara manfaat penggunaan utang dan biaya kebangkrutan. Dalam penelitian Herlina, dkk (2011) dan Handayani dan Seftianne (2011) menemukan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Hipotesis

Berdasarkan model penelitian di atas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H₁ : Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H₂ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H₃ : Risiko Bisnis berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H₄ : Tingkat Pertumbuhan berpengaruh positif terhadap *leverage*

METODE PENELITIAN

Definisi Operasional

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. Ukuran perusahaan (*SIZE*), merupakan ukuran yang menggambarkan besar kecilnya perusahaan yang dapat juga ditinjau dari lapangan usaha yang dijalankan. Ukuran perusahaan diukur dengan :

Size = the natural logarithm of total asset

2. Profitabilitas (*PROF*), rasio profitabilitas menghubungkan laba dari penjualan dan investasi. Untuk variabel profitabilitas menggunakan perhitungan:

$$\text{Profitabilitas (PROF)} = \frac{\text{profit before interest and tax}}{\text{total assets}}$$

3. Risiko bisnis (*BRISK*), adalah risiko dasar selain risiko keuangan yang dimiliki oleh perusahaan yang menggunakan *leverage* atau tidak, dan menjadi tambahan risiko bagi perusahaan yang menggunakan utang. Untuk variable ini, digunakan perhitungan:

$$\text{Business Risk (BRISK)} = \sigma \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}}$$

4. Tingkat pertumbuhan (*GROWTH*), sejauh mana kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukurannya yang dipengaruhi oleh faktor eksternal, internal, dan faktor lingkungan industrinya. Untuk variable ini, digunakan perhitungan:

$$\text{Growth (GR)} = \frac{\text{Total Assets}_{(t)} - \text{Total Assets}_{(t-1)}}{\text{Total Assets}_{(t-1)}}$$

5. *Leverage (L)*, rasio *leverage* menunjukkan seberapa besar aset perusahaan didanai dengan utang, dan penting untuk dianalisis karena berkaitan dengan kinerja perusahaan (Sugiri dan Abdullah, 2003). Untuk variable ini, digunakan perhitungan:

$$\text{Leverage (L)} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total Assets}}$$

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan di bidang industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dan menerbitkan laporan keuangan yang lengkap. Jangka waktu pengamatan dimulai dari tahun 2009 – 2011. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yaitu menetapkan kriteria sampel. Pemilihan kriteria sampel adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan di bidang industri barang konsumsi yang listing di Bursa Efek Indonesia.

- b. Perusahaan harus tercatat di papan Bursa Efek Indonesia selama jangka waktu pengamatan yaitu tahun 2009-2011, dan perusahaan tidak pernah delisting dari BEI selama periode tersebut.
- c. Perusahaan sampel telah menerbitkan laporan keuangan selama 3 tahun, yaitu mulai tahun 2009 sampai dengan 2011.

Teknik Pengumpulan dan Analisis Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi terhadap data-data sekunder yang didapatkan dari data dokumen berupa laporan keuangan, laporan tahunan yang diperoleh dari www.idx.co.id, Indonesia Capital Market Directory dan literatur-literatur yang mendukung dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan model regresi linier dengan data yang digunakan adalah data panel yaitu data yang berstruktur urut waktu dan juga *cross section* (Ariefanto, 2012: 148), dengan persamaan sebagai berikut :

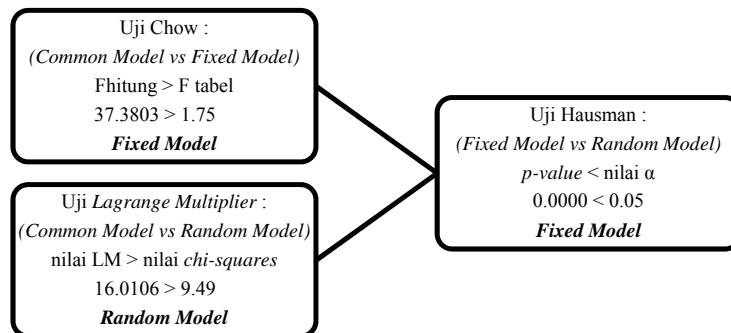
$$L = \alpha + \beta_1.SIZE + \beta_2.PROF + \beta_3.BRISK + \beta_4.GROWTH + e$$

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, dilakukan beberapa pengujian yaitu Uji Chow, Uji *Lagrange Multiplier*, dan Uji Hausman. Tiga uji tersebut digunakan untuk menentukan model yang tepat untuk mengestimasi data panel. Setelah itu dilakukan Uji F untuk mengetahui pengaruh variabel bebas secara bersamaan terhadap variabel terikat, dan Uji T untuk mengetahui pengaruh tiap-tiap variabel secara individu terhadap variabel terikat.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Uji Hipotesis

Setelah melakukan Uji Chow, Uji LM, dan Uji Hausman, didapatkan hasil sebagai berikut :



Tabel 1
Hasil analisis regresi *Leverage* berdasarkan data panel model *Fixed Effect*

	C	Size	Profitability	B. Risk	Growth
<i>Coefficient</i>	0.2482	0.0343	-0.4753	0.0131	-0.0576
<i>Prob.</i>	0.3118	0.3344	0.0000	0.0000	0.0005
<i>t-statistic</i>	1.0227	0.9755	-8.3674	10.1921	-3.7647
<i>R-squared</i>	0.946				
<i>Adjusted R-squared</i>	0.9131				
<i>F-statistic</i>	28.76845				

Setelah mengetahui bahwa *Fixed Effect Model* merupakan model yang tepat untuk mengestimasi data panel, dari hasil Tabel 1 diatas, diketahui bahwa koefisien dari masing-masing variabel adalah 0.2482 untuk C, 0.0343 untuk *size*, -0.4753 untuk *profitability*, 0.0131 untuk *business risk* dan -0.0576 untuk *growth*. Bila dituliskan dalam model persamaan akan menjadi :

$$L = 0.2482 + 0.0343 SIZE + (-0.4753) PROF + 0.0131 BRISK + (-0.0576) GROWTH + e$$

1. Uji F

Dari Tabel 1, *F-statistic* (F_{hitung}) diketahui sebesar 28.76845. Sehingga H_0 ditolak karena F_{hitung} (28.76845) $> F_{tabel}$ (1.75). Juga dapat dilihat dari nilai probabilitas (0.000000) $<$ nilai α (0.05) yang artinya variabel ukuran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas (*PROF*), risiko bisnis (*BRISK*), dan tingkat pertumbuhan (*GROWTH*) secara simultan signifikan mempengaruhi *Leverage* (*L*) secara statistik.

2. Uji T

Berikut ini hasil dari uji T :

1. Ukuran Perusahaan (*Size*)

Dari Tabel 1 didapat nilai probabilitas variabel *size* (0.3344) $>$ α (0.05), sehingga H_0 diterima H_1 ditolak yaitu variabel *size* secara parsial tidak signifikan positif mempengaruhi *Leverage*.

2. Profitabilitas (*Profitability*)

Dari pendekatan probabilitas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *profitability* (0.0000) $<$ α (0.05), yang juga menunjukkan H_0 ditolak H_1 diterima yaitu variabel *profitability* secara parsial signifikan negatif mempengaruhi *Leverage*.

3. Risiko Bisnis (*Business Risk*)

Dari Tabel 1 didapat nilai probabilitas dari variabel *business risk* (0.0000) $<$ α (0.05), sehingga H_0 ditolak H_1 diterima yaitu variabel *business risk* secara parsial signifikan positif mempengaruhi *Leverage*.

4. Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*)

Dari pendekatan probabilitas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *growth* (0.0005) $<$ α (0.05), yang juga menunjukkan H_0 ditolak H_1 diterima yaitu variabel *growth* secara parsial signifikan negatif mempengaruhi *Leverage*.

PEMBAHASAN

Dengan analisis data dan uji hipotesis diatas, dapat disimpulkan hasil dari penelitian ini dan kaitannya dengan teori-teori yang digunakan. Pembahasan dilakukan untuk tiap variabel bebas dengan variabel terikatnya yaitu *Leverage*, sebagai berikut :

1. Ukuran Perusahaan (*Size*)

Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan memiliki tingkat signifikansi 0.3344 dan lebih besar dari $\alpha = 0.05$ yang artinya ukuran perusahaan tidak signifikan mempengaruhi *Leverage*. Terdapat beberapa penyebab kemungkinan mengenai hasil yang tidak signifikan tersebut, yang terutama kemungkinan perbedaan skala pada masing-masing sub industri, perbedaan ukuran optimal untuk masing-masing sub industri, penggunaan skala usaha padat modal dan padat karya, perbedaan nilai produk dan proses produksi yang berbeda membutuhkan skala yang berbeda, dan tidak stabilnya perekonomian Indonesia di tahun 2009-2011.

2. Profitabilitas Perusahaan (*Profitability*)

Profitabilitas perusahaan mempengaruhi *Leverage* secara negatif dan signifikan dengan koefisien -0.4753 yang artinya *Profitability* jika naik 1% maka *Leverage* akan mengalami penurunan sebanyak 0.4753% . Karena dana internal lebih banyak, perusahaan akan mengurangi penggunaan dana eksternal yaitu utang dalam memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Dilihat dari sisi teori *pecking order*, Myers dan Maljuf (1984) serta Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) mengemukakan semakin *profitable* sebuah perusahaan, mereka akan mengurangi permintaan akan utang karena dana *internal* perusahaan tersedia lebih banyak untuk mendanai keputusan investasi perusahaan.

Hal ini sangat mendukung teori tersebut dimana perusahaan lebih mendahulukan penggunaan dana internal dengan risiko yang minim. Hasil negatif signifikan ini sesuai dengan penelitian dari Baskin (1989), Marpaung (2010), Herlina dkk (2011), Mayangsari (2001), dan Erkaningrum (2008).

3. Risiko Bisnis (*Business Risk*)

Risiko bisnis mempengaruhi *Leverage* secara positif dan signifikan. Pengaruhnya memiliki koefisien sebesar 0.0131 terhadap *leverage* yang artinya jika risiko bisnis naik 1% maka *Leverage* akan mengalami peningkatan sebanyak 0.0131% . Semakin besar risiko bisnis yang dialami perusahaan, semakin besar juga *leverage* yang digunakan. Peningkatan risiko bisnis pada umumnya terkait dengan peningkatan peluang investasi (*high risk high return*). Terkait dengan hal tersebut, peningkatan risiko bisnis merupakan tantangan bagi manajer untuk merealisasikan investasi yang menguntungkan (*high return*) melalui peningkatan pembiayaan dengan utang. Namun demikian interpretasi dari hasil penelitian ini harus dicermati secara hati-hati, mengingat bahwa

peningkatan risiko bisnis dan juga finansial menyebabkan risiko perusahaan (risiko total) meningkat dan dapat membawa perusahaan pada masalah *technical insolvency* (kegagalan membayar kewajiban berupa bunga, pokok pinjaman, maupun keduanya). Dalam penelitian Herlina dkk (2011) juga menemukan bahwa risiko bisnis mempengaruhi *leverage* secara positif dan signifikan.

4. Tingkat Pertumbuhan (*Growth*)

Growth perusahaan mempengaruhi *Leverage* secara negatif dan signifikan dengan koefisien -0.0576 yang artinya jika *growth* naik 1% maka *Leverage* akan mengalami penurunan sebanyak 0.0576%. Hasil ini berbeda dengan hipotesis dan penelitian dari Baskin (1989) dan Kaaro (2003) yang menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Hasil yang negatif ini menunjukkan terjadi kecenderungan pembiayaan aset yang lebih banyak didanai oleh sumber internal (laba ditahan) atau ekuitas baru. Fenomena ini umumnya terjadi pada kasus perusahaan yang mengalami *over investment* dan cara untuk mengatasinya adalah dengan cara menjual aset yang kurang produktif dalam aset tetap dan hasil penjualannya dialokasikan menjadi aset lancar (kas) untuk mendanai utang perusahaan. Sehingga tingkat pertumbuhan perusahaan yang digambarkan dengan *total assets* meningkat, *leverage* berkurang.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Dari hasil di atas dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan (*SIZE*), profitabilitas (*PROF*), risiko bisnis (*BRISK*), dan tingkat pertumbuhan (*GROWTH*) secara simultan signifikan mempengaruhi *Leverage* (*L*) secara statistik. Namun bila secara individu, Ukuran perusahaan tidak mempengaruhi *leverage*, Profitabilitas mempengaruhi *leverage* secara negatif signifikan sesuai dengan hipotesis, Risiko Bisnis mempengaruhi *leverage* secara positif signifikan sesuai dengan hipotesis, dan Tingkat Pertumbuhan mempengaruhi *leverage* secara negatif signifikan.

Terdapat beberapa kekurangan yang membatasi penelitian ini dan mempengaruhi hasil yang didapat, yaitu: penelitian ini hanya menganalisis empat variabel dari banyaknya faktor yang mempengaruhi *Leverage* perusahaan, periode pengamatan yang singkat menjadikan penelitian ini kurang maksimal, dan objek penelitian hanya terbatas dari perusahaan dalam Industri Barang Konsumsi saja. Diharapkan untuk penelitian selanjutnya perlu menambahkan variabel lain yang mempengaruhi *Leverage* perusahaan dan menggunakan proxy lain yang lebih mendekati dan dapat dengan maksimal menggambarkan variabel tersebut dan memperluas periode pengamatan dan meneliti perusahaan-perusahaan dari sektor industri lainnya.

REFERENSI

- Ariefanto, M. D., 2012, *Ekonometrika Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan EViews*, Jakarta: Erlangga.
- Erkaningrum, F.I., dan Wibowo, A.J., 2002, Studi Keterkaitan Antara Dividen Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17, No. 4: 506-519.
- Handayani, R., dan Seftianne, 2011, Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13: 39-56.
- Haryono, S., 2005, Struktur Kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan, *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 5: 63-71.
- Herlina, Indrajaya, G., dan Setiadi, R., 2011, Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007, *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi*, No. 06.
- Mayangsari, S., 2001, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypotesis, *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Vol. 1: 1-26.
- Riyanto, B., 1995, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Ke 4, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Vogt, S. C., 1994, The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U. S. Manufacturing Firms, *Financial Management*, Vol. 23: 3-20.