jaga Jurnal Akuntansi & Governance Andalas
Vol. 1, No. 1, Mei 2014

PENGARUH KONSENTRASI KEPEMILIKAN, KLASIFIKASI INDUSTRI, PERTUMBUHAN DAN RISIKO TERHADAP LEVERAGE PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

Denny Yohana
Warnida
Jurusan Akuntansi, Universitas Andalas

Abstrak

Penelitian ini menguji faktor selain angka-angka laporan keuangan seperti konsentrasi kepemilikan, klasifikasi industri, pertumbuhan dan risiko perusahaan berpengaruh terhadap pendanaan perusahaan khususnya pendanaan dari utang, yang dapat tercermin dari leverage perusahaan

Sumber data dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan perusahaan selama perioda 2004-2007 yang diperoleh dari database Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengujian hipotesis menggunakan analis regresi dalam model ANCOVA (analysis of covariance) untuk menguji pengaruh antara variabel-variabel independen yang terdiri dari variabel metrik dan non-metrik (dummy) dengan variabel dependen.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan, sehingga jika perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi atau tidak, hal ini tidak mempengaruhi leverage perusahaan. Namun, berbeda dengan struktur kepemilikan, pada variabel klasifikasi industri berpengaruh terhadap leverage perusahaan, namun memiliki hubungan yang negative. Penggunaan Price to Earning sebagai proksi dari pertumbuhan perusahaan menunjukkan bahwa PE tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan, dengan arti Price to Earning yang berbeda tidak akan menghasilkan leverage yang berbeda pula. Namun memiliki hubungan yang negative. Semakin tinggi PE suatu perusahaan maka semakin rendah leverage perusahaan. Karena angka PE yang tinggi menggambarkan modal saham suatu perusahan bagus, sehingga pendanaan perusahaan dari utang nenurun. Resiko perusahaan mempengaruhi leverage perusahan, semakin tinggi resiko perusahan maka semakin tinggi leverage perusahaan.

Kata kunci: Leverage, konsentrasi kepemilikan, klasifikasi industri, pertumbuhan, risiko

1. PENDAHULUAN

1.1
Latar Belakang

Teori keagenan merupakan teori yang menjelaskan hubungan antara agen (menejemen perusahaan) dengan prinsipal (pemilik perusahaan). Sejak dikemukan oleh Jensen dan Meckling (1976) telah banyak penelitian yang menguji teori ini. Teori keagenan mengatakan adanya konflik alamiah yang terjadi karena adanya perbedaan pengelola dan pemilik perusahaan. Konflik ini terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemilik dan pengelola perusahaan.Teori keagenan memiliki tiga asumsi yaitu *moral hazard*, *risk averse* dan *bounded rationality*. Dengan ketiga asumsi tersebut maka antara prinsipal dan agen akan mengutamakan kesejahteraan masing-masing. Agen akan berusaha memaksimalkan kemakmurannya dengan mengharapkan kompensasi yang besar. Sedangkan pemegang saham akan memaksimalkan kesejahteraan melalui pembagian dividen yang maksimal. Di Indonesia kebijakan pembagian dividen diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dengan mekanisme negosiasi antara para pemegang saham dan menejer. Oleh karena itu, pemilik perusahaan tidak menyukai perilaku menejemen yang menggunakan fasilitas perusahaan untuk kepentingannya, karena hal ini akan mengurangi aliran kas kepada pemilik. Untuk mencapai tujuannya, kadangkala agen tidak memberikan informasi yang sebenarnya atau tidak mengungkapkan secara penuh kepada prinsipal. Adanya tarik menarik antara agen dan prinsipal dikenal dengan *agency problems* (masalah keagenan).

Untuk mengurangi konflik keagenan tersebut, kedua pihak agen dan prinsipal menanggung kos keagenan (*agency cost)* yang jumlahnya cukup besar. Kos keagenan menurut Jensen dan Meckling (1976) meliputi kos untuk melakukan *monitoring* oleh prinsipal untuk membatasi aktivitas agen yang berbeda dengan kepentingan pemilik, *bonding cost* oleh agen untuk memberikan kepastian pada prisipal bahwa agen tidak akan melakukan tindakan yang akan merugikan pemilik, dan *residual loss,* yaitu kemakmuran dalam nilai mata uang yang turun sebagai akibat perbedaan kepentingan antara prinsipal dengan agen. Untuk mengurangi kos keagenan ini ada beberapa alternatif yang dapat dilaksanakan, salah satunya yaitu dengan menggunakan pendanaan melalui *debt* atau utang (Jensen, 1986).

Teori-teori mengatakan bahwa perusahaan memilih struktur modal tergantung pada atribut yang menjelaskan berbagai manfaat dan kos yang disebabkan pemilihan dari pendanaan utang atau ekuitas. Banyak studi yang telah dilakukan dalam teori keuangan perusahaan untuk menentukan faktor yang mempengaruhi perusahaan untuk memutuskan struktur modalnya, tetapi sampai saat ini belum ada suatu teori yang mampu memecahkan teka-teki struktur modal (Bhaduri, 2002). Kegagalan ini menurut Titman dan Wessels (1988) disebabkan karena atribut relevan yang digunakan dalam teori struktur modal sifatnya masih abstrak dan sulit untuk diobservasi secara langsung.

Penelitian-penelitian menguji hubungan antara struktur kepemilikan dengan tingkat *leverage* tidak mempertimbangkan tersebar atau terkonsentrasinya kepemilikan perusahaan. Sehingga tidak memperhatikan kontrol yang dimiliki pemilik saham mayoritas yang dapat mempengaruhi kebijakan keuangan

perusahaan. Ada kalanya perilaku opportunistik pemilik mempengaruhi keputusan menejemen untuk kepentingan pemilik mayoritas. Seperti melakukan diversifikasi, *tunneling,* melakukan transaksi dengan pihak yang memiliki hubungan dan melakukan investasi berisiko tinggi (Filatotchev dan Mickiewicz, 2001) yang dapat merugikan pemilik saham minoritas dan kreditor. Perilaku opportunistik bisa saja diketahui pihak luar perusahaan dan akan berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan yang tidak 100% dalam suatu perusahaan menimbulkan konflik keagenan, karena adanya benturan kepentingan antara pemilik dan menejemen, dimana mereka akan mendahulukan kepentingan masing-masing. Menejemen ingin kinerjanya terlihat baik, sehingga kadangkala memberikan informasi yang tidak benar atau tidak lengkap kepada investor. Sedangkan pemilik ingin mengetahui informasi sebanyak-banyaknya tentang keadaan perusahaan. Untuk mengurangi konflik keagenan tersebut akan timbul kos yang disebut kos keagenan. Untuk mengurangi kos keagenan, salah satunya adalah dengan melakukan pendanaan dari utang. Tetapi pada perusahaan yang struktur kepemilikannya terkonsentrasi, pemilik memiliki hak kontrol terhadap perusahaan, sehingga konflik keagenan akan berkurang. Sesuai dengan teori keagenan seharusnya utang perusahaan dapat diturunkan sampai tingkat terendah. Tetapi dengan utang ada manfaat lain yang diperoleh perusahaan, seperti penghematan pajak dan peningkatan *earning per share* perusahaan (*trading on equity theory*). Dengan demikian, ada suatu pertimbangan struktur modal yang optimal dalam memutuskan kebijakan pendanaan dari utang. Keputusan tentang struktur modal merupakan keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan karena akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Untuk itu perlu suatu perimbangan yang tepat antara pendanaan dari utang dan ekuitas. Teori mengatakan bahwa perusahaan memilih struktur modal tergantung pada atribut yang menentukan kos dan manfaat yang berkaitan dengan pendanaan dari utang dan ekuitas.

Penelitian ini menguji faktor-faktor selain informasi keuangan yang dalam literatur diduga mempengaruhi sumber pendanaan perusahaan. Jika perusahaan memiliki posisi yang kurang baik di pasar modal maka menejer akan cenderung menggunakan pendanaan dari sumber lain. Penelitian ini menguji kembali faktor-faktor selain informasi keuangan yang telah diteliti oleh Yohana (2005) tetapi dengan data yang berbeda. Penelitian sebelumnya menggunakan data tahun 1999 sampai 2003, pada saat indonesia masih dalam kondisi krisis moneter. Pada saat itu banyak kebijaka pemerintah untuk membantu agar perusahaan tetap bisa beroperasi. Salah satunya adalah kebijakan penundaan pembayaran utang, sehingga angka utang yang disajikan di neraca cenderung tinggi. Hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan bukti empiris yang memperkuat penelitian sebelumnya.

1.2 Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah Apakah faktor selain angka-angka laporan keuangan seperti konsentrasi kepemilikan, klasifikasi industri, pertumbuhan dan risiko perusahaan berpengaruh terhadap pendanaan perusahaan khususnya pendanaan dari utang, yang dapat tercermin dari *leverage* perusahaan?

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Hubungan antara konsentrasi kepemilikan dengan *leverage*

Konsentrasi kepemilikan terjadi pada suatu negara sangat tergantung pada keseimbangan antara penegakan hak-hak kepemilikan oleh negara dan pemilik perusahaan (Claessens dkk. 2000). Menurut mereka jika dalam suatu perekonomian pemerintah tidak bisa secara efektif menegakkan hak-hak kepemilikan, maka penegakan hak-hak tersebut akan didominasi oleh pemilik. Pemilik akan mempengaruhi sejauh mana kontrak perusahaan akan dilaksanakan karena hal tersebut akan mempengaruhi kemampuan dan insentif pemilik untuk mempertahankan hak-hak mereka. Menurut Ellul dkk. (2004) adanya konsentrasi kepemilikan memiliki dua kemungkinan yaitu penyalahgunaan kontrol yang mereka miliki untuk kepentingan pemilik mayoritas atau konsentrasi kepemilikan merupakan signal dari kualitas perusahaan.

Dalam literatur, utang dapat mengurangi kos keagenan. Dalam perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, dimana terjadi keselarasan kepentingan antara pemilik dengan menejer, karena biasanya pemilik mayoritas akan menempatkan orang-orang yang memiliki hubungan atau mengenal mereka dalam menejemen perusahaan, sehingga dapat dikatakan tidak terjadi konflik keagenan. Jadi tidak memerlukan utang untuk menurunkan kos keagenan, dan menggunakan pendanaan dari sumber lain. Selain itu pada perusahaan yang tingkat kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi, maka ada konsentrasi risiko yang akan ditanggung pemilik jika terjadi kebankrutan, dengan menurunkan *leverage* pemilik akan merasa lebih aman (Shleiver dan Vishny, 1997). Tetapi sesuai dengan *trading on equity theory,* utang penting untuk meningkatkan *Earning per share* (EPS) perusahaan yang akan menguntungkan pemegang saham. Juga terjadi penghematan pajak. Untuk itu perusahaan perlu menetapkan kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal yang optimal sehingga bisa menguntungkan pemegang saham dan tidak merugikan nilai perusahaan.

Tingkat utang terhadap asset (*leverage*) dapat dipengaruhi struktur kepemilikan perusahaan (Li and Cui, 2003). Jensen dkk. (1992) melakukan studi yang menguji tentang interdependensi antara *financial policy* yaitu utang dan dividen dengan kepemilikan insider. Dengan menggunakan pengujian simultan 3SLS mereka mengemukakan bahwa kepemilikan menejerial berpengaruh terhadap kebijakan utang dan kebijakan dividen, tetapi kebalikannya tidak. Tetapi menurut Kim dan Sorensen (1986) perusahaan yang kepemilikan *insider*nya lebih besar relatif terhadap *outsider*, cenderung untuk mendanai projek dengan utang jangka panjang akan lebih besar.

Dari penelitian-penelitian diatas dikatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan memiliki peran penting dalam hubungannya dengan kebijakan utang perusahaan. Tapi dengan terkonsentrasinya kepemilikan perusahaan maka kontrol ada pada pemilik saham mayoritas dan bisa mempengaruhi kebijakan menejemen melalui hak suara. Pemilik memerlukan *bondholder* untuk melakukan pengawasan terhadap menejemen perusahaan, agar menejemen lebih efisien dalam mengelola perusahaan, tetapi mereka tidak menyukai pergeseran kemakmuran dari pemegang saham kepada

*bondholder*s. Dengan memegang kontrol terhadap perusahaan, maka masalah keagenan berkurang, logikanya pemegang saham juga akan mengurangi mekanisme *monitoring* dari pihak ketiga. Dengan demikian mereka akan mengurangi utang dan mendapat manfaat karena aliran kas ke pemegang saham menjadi lebih besar.

Di sisi lain, utang memiliki keuntungan bagi perusahaan. Utang dapat memberikan penghematan pajak yang dibayarkan perusahaan. Dan sesuai dengan *trading on equity theory,* bahwa dengan mengeluarkan beban tetap, pemilik perusahaan mendapat keuntungan. *Trading on equity* yaitu penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap didalam penggunaannya dapat menghasilkan pendapatan yang lebih besar dari beban tersebut (Riyanto, 1995). Saham preferen dan obligasi merupakan sumber pendanaan perusahaan yang disertai dengan beban tetap (dividen dan bunga). Jika perusahaan dalam menggunakan dana dengan beban tetap tersebut menghasilkan efek yang menguntungkan bagi pemegang saham yaitu dalam bentuk memperbesar *Earning Per share* (EPS), dikatakan perusahaan tersebut menjalankan *trading on the equity.*

Inderst dan Müller (1999) mengemukakan bahwa perusahaan yang kepemilikan sahamnya tersebar menghadapi masalah keagenan yang berhubungan dengan utang (*agency cost of debt*) yang lebih rendah bila dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi. Karena kepemilikan saham yang tersebar menghadapi masalah dengan ketersediaan informasi tentang kemungkinan proyek investasi yang dimiliki perusahaan, yang merupakan prasyarat untuk ikut serta dalam menentukan tingginya risiko yang akan diambil perusahaan. Meningkatnya *leverage* dapat meningkatkan manfaat potensial dari tingginya risiko yang ditoleransi perusahaan (*excessive risk-taking)*, yaitu pemegang saham bisa mengintervensi keputusan menejemen ini.

Dengan demikian, jika perusahaan kepemilikannya terkonsentrasi, pemilik saham mayoritas akan mempertahankan manfaat kontrol mereka dengan mengintervensi kebijakan pendanaan dengan tingkat *leverage* tidak terlalu tinggi. Utang yang tinggi membuat perusahaan menjadi perhatian pemegang saham minoritas dan kreditor sehingga pemilik mayoritas tidak leluasa untuk mengintervensi kebijakan menejemen. Jika ada perbedaan rata-rata tingkat *leverage* perusahaan yang terkonsentrasi dan tidak terkonsentrasi, maka ada dugaan pemilik mayoritas memiliki pengaruh dalam pengambilan keputusan yang berhubungan dengan pendanaan perusahaan. Pengaruh konsentrasi kepemilikan diduga negatif karena dengan terkonsentrasinya kepemilikan pada satu pemilik maka pemilik memiliki risiko besar jika terjadi kebankrutan. Dengan meningkatnya *leverage* perusahaan maka kemungkinan kebankrutan akan semakin tinggi. Selain itu jika *leverage* perusahaan tinggi, maka nilai perusahaan menjadi turun. Karena pemilik mayoritas memiliki kontrol terhadap perusahaan, mereka dapat mengintervensi kebijakan pendanaan perusahaan, sehingga bisa mempengaruhi menejemen untuk menurunkan tingkat *leverage.* Dengan demikian dapat dikembangkan suatu hipotesis berikut ini:

> H1: struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi memiliki *leverage* lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak terkonsentrasi.

2.2 Hubungan Klasifikasi Industri dengan *Leverage*

Menurut Foster (1986) laporan keuangan akan lebih bermanfaat apabila dapat diperbandingkan, baik untuk periode waktu berurutan *(time series)* pada satu perusahaan maupun dengan perusahaan lainnya pada periode yang sama (*cross sectional)*. Kriteria yang digunakan sebagai pembanding menurut Foster adalah:

1. Kesamaan dalam hal penawaran (*supply)*. Perusahaan dikelompokkan atas dasar kesamaan bahan baku, proses produksi, jaringan distribusi
2. Kesamaan dalam hal permintaan *(demand)*. Pengelompokkan didasarkan pada persamaan waktu produk akhir dan persepsi konsumen terhadap kemampuan produk tersebut sebagai produk pengganti.
3. Kesamaan pada atribut pasar modal. Dari perspektif investasi, perusahaan dikelompokkan atas dasar kesamaan atribut saham yang serupa seperti risiko, *price to earnings ratio*, atau pengkapitalisasian pasar.
4. Kesamaan pada kepemilikan yang sah *(legal ownership)*. Penting bagi pihak manajemen untuk menganalisis *cross sectional* antar cabang atau lini bisnis, dimana cabang-cabang yang berlainan dalam karakteristik permintaan dan penawaran dimiliki sekelompok *shareholder* yang sama.

Asumsi penting dari analisis rasio industri adalah terdapat perbedaan yang signifikan di dalam distribusi rasio keuangan. Foster (1986) menyatakan bahwa tidak ada definisi tunggal untuk ”industri” yang diterima secara universal. Menurut Brown and Ball (1967) banyak kejadian yang mempengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan dalam ekonomi, perusahaan-perusahaan dalam industri yang berbeda dan perusahaan individual. Jika angka akuntansi merefleksikan kejadian-kejadian tersebut, dan jika industri telah diklasifikasikan bersama atas dasar kesamaannya, kemudian lumrah untuk mengasumsikan suatu hubungan antara laba perusahaan tertentu dengan rata-rata semua perusahaan yang ada dalam suatu industri dan rata-rata semua perusahaan dalam industri. Penelitian yang dilakukan Foster (1981) mengemukakan bahwa terjadi transfer informasi antar perusahaan dalam satu industri (*intra-industry information transfer*), dengan memberi bukti adanya reaksi harga saham perusahaan pesaing terhadap pengumuman laba yang keluarkan oleh perusahaan lain dalam satu industri. Penelitian lain yang dilakukan Ramnath (2002) menguji apakah terjadi penyesuaian peramalan oleh investor dan analis ketika salah satu perusahaan dalam industri mengumumkan labanya untuk pertamakali terhadap peramalan yang mereka buat untuk perusahaan lain dalam industri yang sama.

Machfoedz (1999) menguji apakah krisis moneter yang melanda Indonesia mempengaruhi profitabilitas perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ. Perusahaan-perusahaan tersebut dibagi menjadi empat sektor untuk melihat sektor mana yang paling terpengaruh oleh krisis moneter. Dengan menggunakan tiga kategori ratio, profitabilitas, likuiditas dan operasi dan *leverage,* hasilnya mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ terpengaruh krisis moneter. Karena semua rasio yang digunakan lebih buruk dibanding periode sebelum krisis, kecuali *current ratio* dan *Debt to equity Ratio*, hal ini dikarenakan dampak krisis

moneter tidak mempengengaruhi rasio tersebut dalam jangka pendek. Tiga sektor industri memperlihatkan hasil yang seragam, sedangkan sektor keempat belum mengalami perubahan, karena belum terkena imbas krisis.

Nugraheni (2002) meneliti apakah *Price earnings ratio* (PER) antar sektor industri manufaktur berbeda sebelum dan sesudah krisis tahun 1997. Dengan analisis *twoway* ANOVA, terhadap 79 perusahaan sampel, yang dibagi menjadi tiga sektor, hasilnya memperlihatkan bahwa sebelum dan sesudah tahun 1997, PER antar industri sektor manufaktur berbeda, dimana perbedaan ini timbul karena pengaruh krisis moneter.

Scott, JR dan Martin (1975) menguji apakah klasifikasi industri mempengaruhi struktur keuangan perusahaan. Mereka mengatakan bahwa tidak ada satu formula penilaian yang secara tepat menentukan struktur keuangan yang tepat bagi suatu perusahaan. Keputusan pandanaan dapat diputuskan untuk suatu perusahaan dengan memperhatikan struktur keuangan perusahaan sejenis. Pembandingan dapat dilakukan dengan membandingkan perusahaan yang bergerak di industri yang sama. Dengan menggunakan pengujian parametrik dan non parametrik, mereka menemukan bahwa variansi *leverage* muncul sebagai indikasi klasifikasi industri merupakan determinan struktur keuangan perusahaan.

Bowen dkk. (1982) melakukan studi yang bertujuan untuk memberikan bukti empiris hubungan antara *leverage* dengan klasifikasi industri secara *cross sectional* dan *time series. Leverage* diukur dengan dua proksi yaitu rasio saham biasa dibagi total asset dan utang jangka panjang ditambah utang jangka pendek dibagi dengan total asset. Bowen dkk. menganalisis *leverage* perusahaan berdasarkan manfaat pajak yang diperoleh dengan membayar bunga pinjaman. Hasil penelitian ini memperlihatkan penurunan pembayaran pajak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat utang dalam struktur modal perusahaan, di level industri yang berbeda.

Dari penelitian-penelitian tersebut, dapat dikatakan bahwa klasifikasi industri mempengaruhi keputusan yang akan diambil menejer suatu perusahaan karena adanya *intra-industry information transfers*. Berdasarkan teori tersebut, penulis menduga bahwa perilaku menejer dalam memutuskan struktur pendanaan perusahaan dipengaruhi oleh kejadian-kejadian yang terjadi pada perusahaan sejenis atau dalam kelompok yang sama dimana perusahaan berada. Selain itu, karena peraturan yang berlaku dalam suatu industri cenderung sama maka dapat dikatakan bahwa antara industri berbeda akan memiliki rasio-rasio keuangan, termasuk *leverage*, berbeda pula. Biasanya dalam suatu industri ada satu perusahaan yang dijadikan acuan oleh perusahaan lain dalam industri tersebut karena dianggap memiliki kinerja yang baik. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan pada industri yang berbeda akan memiliki tingkat *leverage* yang tidak sama.

Klasifikasi industri merupakan pengelompokkan perusahaan-perusahaan berdasarkan suatu kesamaan tertentu, misalnya berdasarkan proses operasi perusahaan. Klasifikasi industri memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Karena dengan pengelompokkan perusahaan dapat melihat risiko perusahaan, melalui persaingan, semakin banyak anggota suatu kelompok industri maka risiko bisnisnya akan semakin besar, dan perusahaan akan lebih berhati-hati

dalam melakukan keputusan pendanaan. Jika perusahaan berada dalam klasifikasi industri yang produk atau jasa yang dihasilkan sangat dibutuhkan konsumen dan tidak memiliki banyak pesaing maka, maka perusahaan ini akan cenderung mudah mendapat sumber dana eksternal. Sebaliknya perusahaan dalam kelompok banyak pesaing cenderung lebih sulit memperoleh dana. Perusahaan manufaktur cenderung memiliki *leverage* lebih tinggi dibandingkan perusahaan dagang, jasa dan investasi kerena memiliki asset tetap yang lebih tinggi yang dapat dijadikan jaminan kredit. Selain itu risiko operasi perusahaan manufaktur lebih tinggi, karena siklus yang lebih panjang sehingga perputaran dana menjadi lebih lama dan dibutuhkan dana operasional yang lebih besar untuk menjalankan operasai perusahaan. Klasifikasi industri ini telah diuji dalam penelitian terdahulu, penelitian ini menguji kembali dengan menggunakan variabel *dummy* untuk melihat apakah klasifikasi industri manufaktur lebih tinggi dibandingkan perusahaan dagang, jasa dan investasi serta apakah klasifikasi industri berpengaruh terhadap *leverage.* Dari penjelasan di atas, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

> H2: perusahaan manufaktur memiliki *leverage* lebih tinggi dibanding perusahaan dagang, jasa, dan investasi.

2.3 Hubungan Pertumbuhan dengan *leverage*

Kos yang berhubungan dengan hubungan keagenan cenderung lebih besar pada perusahaan yang pertumbuhannya tinggi, karenanya perusahaan-perusahaan ini lebih fleksibel dalam memilih investasi di masa depan (Titman dan Wessels, 1988). Stulz (1990) menyatakan bahwa antara utang dengan nilai perusahaan tergantung pada persentase pertumbuhan perusahaan. Menurut mereka perusahaan yang memiliki presentase pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan dari saham relatif terhadap utang. Karena perusahaan yang bertumbuh cenderung direspon positif oleh pasar. Kim dan Sorensen (1986) menemukan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi menggunakan utang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang pertumbuhannya rendah. Penelitian-penelitian menggunakan proksi kesempatan investasi yang beragam.

Handayani (2005) menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada pertumbuhan perusahaan yang berbeda, yaitu pada perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan yang sedang bertumbuh akan memiliki nilai perusahaan yang lebih baik karena rasio *debt to equity* nya lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya. Nilai perusahaan lebih baik karena dengan pendanaan melalui modal sendiri cenderung untuk mengurangi masalah-masalah keagenan yang potensial berasosiasi dengan adanya utang berisiko dalam struktur modalnya.

Mc Connell dan Servaes (1995) menyatakan bahwa pengaruh antara utang dengan nilai perusahaan tergantung pada persentase pertumbuhan perusahaan. Lebih lanjut mereka mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki persentase pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan sumber pendanaan perusahaan dari modal saham dibandingkan dengan utang. Oleh karena itu, jika perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh rendah, maka *leverage*nya akan lebih tinggi.

Penelitian ini menggunakan proksi rasio PE karena menurut Beaver dan Morse (1978)

rasio P/E memiliki daya prediksi yang relatif tinggi atas pertumbuhan laba pada tiga tahun pertama setelah ratio P/E dibentuk. Beaver dan Morse mengatakan bahwa pada pasar efisien harga sekuritas sebagai nilai sekarang (*present value)* dari aliran kas masa depan. Dan harga laba persaham dapat dikatakan sebagai nilai sekarang *(present value)* aliran kas yang konstan yang ekuivalen dengan nilai sekarang aliran kas yang diperoleh dari investasi ekuitas saat ini.

Foster (1986) ratio P/E dapat mempresentasikan aliran laba masa depan. Menurutnya rasio PE dipandang sebagai indikator persepsi pasar modal terhadap kemampuan menghasilkan laba, sebagaimana halnya rasio-rasio lain yang dianggap sebagai indikator atribut-atribut seperti likuiditas, profitabilitas dan *leverage*. Dengan demikian jika rasio PE menggambarkan aliran kas masa depan yang akan mengalir keperusahaan, maka semakin besar PE sehingga akan semakin besar kemungkinan perusahaan bertumbuh. Apabila aliran kas yang diharapkan mengalir ke perusahaan melalui harga saham, maka pendanaan dari utang dapat dikurangi.

Pertumbuhan perusahaan merupakan signal positif bagi investor di pasar modal, yang direfleksikan dengan peningkatan harga saham perusahaan. Bagi perusahaan, hal ini bisa dimanfaatkan untuk memperoleh dana dengan menerbitkan saham baru. Meskipun biaya yang dikeluarkan cukup besar, tetapi lebih disukai pemilik perusahaan dibandingkan apabila perusahaan menambah pendanaan dari utang. Pendanaan dari utang selain menimbulkan konflik dengan pemilik juga akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa tingkat pertumbuhan berhubungan negatif dengan *leverage*. Penelitian ini diuji dengan menggunakan proksi pertumbuhan yang berbeda dengan penelitian terdahulu, dengan menggunakan *Price Earnings Ratio* (rasio PE). Penggunaan rasio PE ini karena rasio ini dianggap sebagai indikator pasar modal terhadap perusahaan. Sesuai dengan penjelasan di atas, hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah:

H3: semakin tinggi pertumbuhan perusahaan semakin rendah *leverage.*

2.4 Hubungan Risiko Sistematik dengan *Leverage*

Risiko perusahaan juga bisa mempengaruhi *leverage* perusahaan, karena risiko perusahaan yang besar akan membuat investor takut perusahaan tidak dapat mengembalikan pinjamannya. Titman dan Wessels (1988) dan Badhuri (2002) menggunakan volatilitas laba sebagai proksi risiko perusahaan. Dalam penelitian ini digunakan risiko sistematik perusahaan yang diukur dengan beta. Menurut Hartono (2000) beta merupakan pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap return pasar.

Rosenberg dan Guy (1976) menjelaskan bahwa risiko sistematik, yang diukur dengan beta mencakup aspek risiko investasi yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Memperdiksi beta penting untuk memprediksi risiko portofolio masa depan, sehingga beta merupakan kunci utama untuk mempertimbangkan keputusan investasi. Mereka berargumen bahwa beta merupakan konsekuensi dari kejadian–kejadian ekonomi yang penting.

Beaver dkk. (1970) melakukan penelitian yang menguji hubungan kontemporer antara determinan akuntansi dan

determinan pasar modal dalam mengukur risiko perusahaan. Untuk melakukan pengujian tersebut mereka menggunakan tujuh variabel akuntansi yang dianggap berhubungan dengan risiko. Hasil penelitiannya memperlihatkan bahwa investor menggunakan ukuran risiko akuntansi dalam membuat keputusan. penelitian ini menunjukkan bahwa ada empat variabel termasuk *leverage* memiliki hubungan yang signifikan dengan beta.

Leverage diprediksi berhubungan positif dengan beta. Penjelasan untuk hal ini adalah ketika beta perusahaan tinggi, maka investor akan enggan berinvestasi dalam bentuk saham sehingga aliran kas ke perusahaan menurun. Dengan demikian, perlu utang untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya. Jika beta saham suatu perusahaan jauh di atas beta pasar (biasanya =1), maka dikatakan perusahaan itu memiliki risiko sistematik yang tinggi dan investor akan enggan membeli saham perusahaan tersebut. Menejemen mempertimbangkan pendanaan harus memperhatikan beta perusahaan, jika perusahaan memiliki beta di atas beta pasar maka risiko perusahaan tinggi dan investor enggan membeli saham perusahaan. Untuk itu menejemen mencari pendanaan eksternal selain dari modal, yaitu dari utang, yang akan meningkatkan *leverage*. Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

H4: semakin tinggi risiko sistematik perusahaan semakin tinggi *leverage*

3. METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Sumber data dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan perusahaan selama perioda 2004-2007 yang diperoleh dari database Bursa Efek Indonesia (BEI), *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) *dan Home-page JSX.com*. Sampel dipilih dengan metode penyampelan bersasaran dari semua perusahaan manufaktur dan perusahaan dagang, jasa, dan investasi yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2004-2007 yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi (terdapat kepemilikan saham >51%). Penggunaan periode 2004-2007 karena keadaan perekonomian sudah cukup stabil setelah mengalami krisis moneter.

3.2 Variabel penelitian dan pengukuran variabel

Variabel dependen

Leverage perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan rumus:

$$\textit{Leverage} = \frac{\text{Nilai buku total kewajiban}}{\text{Total Assets}}$$

Nilai buku total utang dalam menghitung *leverage* menurut Bowman (1980) menghasilkan hasil perhitungan yang tidak berbeda jika *leverage* dihitung dengan menggunakan nilai pasar. Jadi proksi ini cukup tepat untuk digunakan.

Variabel Independen:

1. Konsentrasi kepemilikan diukur dengan tingkat kepemilikan oleh suatu pihak lebih dari 51% (Shleifer & Vishny, 1997) menunjukkan adanya hak kontrol oleh pemegang saham mayoritas. Pada penelitian ini konsentrasi merupakan variabel *dummy*, 1 = perusahaan

terkonsentrasi dan 0 = perusahaan yang tidak terkonsentrasi

2. Klasifikasi industri sesuai dengan pengelompokkan perusahaan menurut pasar modal Indonesia, pada penelitian ini digunakan perusahaan-perusahaan manufaktur dan perusahaan dagang dan jasa digunakan sebagai sampel. Pada pengujian hipotesis variabel ini merupakan variabel *dummy* yaitu 0 untuk perusahaan dagang dan jasa dan 1 untuk perusahaan manufaktur. Pemilihan klasifikasi industri ini adalah karena peraturan untuk dua kelompok ini relatif sama, bisnis ini cukup banyak dijalankan di Indonesia dan kemungkinan bisnis yang mereka jalankan masih berkaitan, dengan demikian perusahaan anggota industri ini bisa dibandingkan. Karena perusahaan sampel adalah perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia, maka pembandingan dapat dilakukan dengan membandingkan atribut pasar modalnya seperti beta dan pertumbuhan dengan dasar nilai pasar.
3. Pertumbuhan diproksikan dengan PE rasio

   PE ratio = $\frac{\text{Market Price Per Equity Share}}{\text{Earnings Per Equity Share}}$

4. Risiko perusahaan diproksi dengan beta perusahaan.

3.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan analis regresi dalam model ANCOVA (*analysis of covariance*) untuk menguji pengaruh antara variabel-variabel independen yang terdiri dari variabel metrik dan non-metrik *(dummy)* dengan variabel dependen. Penggunaan model ANCOVA adalah karena meregresi variabel-variabel kualitatif dan kuantitatif sekaligus. Model ini digunakan untuk mengontrol efek kuantitatif regresor, atau disebut juga kovariat (Gujarati, 2003).

Model pengujian sebagai berikut:

$$LEVERAGE = \alpha + \beta_1 D1i + \beta_2 D2i + \beta_3 PER + \beta_4 RISK + E$$

Keterangan:

α : konstan

β_{1-4} : koefisien regresi

D1i : konsentrasi kepemilikan yaitu tingkat kepemilikan yang dimiliki pemilik besar lebih dari 51% (1) dan tidak terkonsentrasi (0)

D1i : klasifikasi industri, yaitu *dummy* variabel

Perusahaan manufaktur (1), perusahaan dagang dan jasa (0)

PER : pertumbuhan perusahaan, yaitu rasio PE

RISK : risiko perusahaan yaitu beta perusahaan

E : error

4.HASIL DAN DISKUSI

4.1 Pengujian Hipotesis Hubungan Antara Konsentrasi Kepemilikan dengan *Leverage*

Hipotesis 1 bertujuan untuk menguji apakah perusahaan yang struktur kepemilikannya terkonsentrasi memiliki leverage lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak terkonsentrasi. Variabel konsentrasi kepemilikan menunjukkan signifikansi sebesar 0,476 lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis (HI) ditolak. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan, sehingga variabel konsentrasi yang berbeda tidak menghasilkan leverage yabg berbeda pula.

Secara teoritis hasil ini mendukung penelitian Demsetz and Lehn (1985) dan Demsetz and Villalonga (2001) yang mengemukakan bahwa tidak ada hubungan antara struktur kepemilikan dan profit perusahaan sebagai proksi firm value. Penelitian tersebut dilakukan di Amerika Serikat yang pasar modalnya terdapat kepemilikan menyebar. Kalau kepemilikan sahamnya menyebar, maka tidak ada yang memiliki kendali khusus sehingga manajer dapat melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri dan kemungkinan merugikan pemegang saham.

Sedangkan Andi Syawita Putra (2006) yang meneliti 207 perusahaan di Indonesia, mengemukakan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja dengan menjadikan kepemilikan saham minorits (publik) menjadi *majority* owner (terkonsentrasi) dari suatu perusahaan. Penelitian ini berimplikasi terhadap *agency problem* di Indonesia yang melibatkan pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas untuk melakukan diversifikasi kepemilikan disebabkan oleh ketakukan akan kehilangan kontrol dan keuntungan pribadi yang selama ini dimiliki.

Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian Yohana, Denny, (2005), yang menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap *leverage* perusahaan. Mengemukakan bahwa konsentrasi kepemilikan secara signifikan mempengaruhi *leverage* perusahaan, dimana perusahaan yang struktur kepemilikannya terkonsentrasi memiliki leverage yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak terkonsentrasi.

4.2. Pengujian Hipotesis Hubungan Klasifikasi dengan *Leverage*

Hipotesis 2 menguji apakah klasifikasi industri mempengaruhi tingkat *leverage* perusahaan. Dari hasil statistik diatas dapat disimpulkan bahwa klasifikasi perusahaan (yang dibagi menjadi perusahaan manufaktur dan perusahaan dagang, dan jasa) dapat membedakan leverage perusahaan. Hasil ini ditunjukkan oleh tingkat signifikansi sebesar 0,011 yang berarti kecil dari alpha, dengan koefisien beta sebesar – 0,134. Hsil koefisien beta bernilai negative, yang menunjukkan hubungan yang berlawanan antara kedua variabel. Sehingga hipotesis kedua (H2) diterima. Leverage perusahaan manufaktur lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dagang dan jasa.

Hasil penelitian sejalan dengan penelitian Scott. JR dan Martin (1975) dan penelitian Bowen dkk (1982) yang memperlihatkan ada pengaruh antara klasifikasi

industri dengan leverage perusahaan. Hal ini berarti di Indonesia dalam mengambil keputusan yang berkaitan dengan struktur pendanaan dari utang masih memperhatikan struktur pendanaan perusahaan sejenis yang berada diindustri yang sama.

Leverage dapat merefleksikan kebijakan pendanaan perusahaan, dan angka leverage suatu perusahaan dapat dihubungkan dengan rata-rata leverage dalam industri yang sama dan terdapat perbedaan rata-rata leverage yang nyata antara perusahaan menufaktur dan perusahaan dagang dan jasa. Dengan demikian, klasifikasi industri berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.

Namun hasil hipotesis ini bertolak belakang dengan hasil statistik deskriptif. Dimana pada statistic deskriptif, baik secara rata-rata maupun jumlah perusahaan yang menjadi sample, menunjukkan perusahaan manufaktur memiliki leverage yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dagang, dan jasa. Hal ini disebabkan oleh terdapat data-data *outlier* dari sample yang digunakan.

4.3. Pengujian Hipotesis Hubungan Pertumbuhan dengan Leverage

Hipotesis 3 menguji apakah semakin tinggi pertumbuhan perusahaan yang menggunakan proksi P/E ratio, maka semakin rendah leverage perusahaan. Hasil statistik menunjukkan bahwa tingkat signifikansi lebih besar dari pada alpha, yaitu sebesar 0,202. Sehingga dapat dikatakan bahwa P/E ratio tidak memiliki pengaruh terhadap leverage perusahaan. Dengan nilai T=-1,275 dan B =-0,000046 menunjukkan hubungan yang berlawanan, dimana semakin tinggi *PE ratio*, maka semakin rendah *leverage*.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Kim dan Sorensen (1986), McConnell dan Servaes (1995) dan Handayani (2005) bahwa pada perusahaan yang bertumbuh akan cenderung mengunakan pendanaan dari modal dari sendiri relative terhadap utang. Perusahaan yang bertumbuh merupakan sinyal yang positif bagi investor sehingga mereka berinvestasi perusahaan tersebut, dan menunjukkan aliran kas ke perusahaan karena PE dianggap sebagai indicator persepsi pasar modal terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Walaupun pengaruh hubungan PE terhadap leverage tidak signifikan, namun perusahaan harus tetap memiliki kebijakan pendanaan yang optimal, karena utang juga memiliki manfaat seperti penghematan pajak, dan meningkatkan laba per saham.

4.4. Pengujian Hipotesis Hubungan Risiko Sistematik dengan Leverage

Hipotesis 4 menguji apakah semakin tinggi resiko perusahaan maka semakin tinggi leverage perusahaan. Dari hasil statistik dapat disimpulkan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,011 lebih kecil dari pada alpha. Yang artinya resiko perusahaan memiliki pengaruh terhadap leverage perusahaan yang berarti bahwa resiko sistematik perusahaan yang diproksikan dengan beta merupakan factor yang diperhatikan manajemen dalam membuat keputusan pendanaan perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Beaver dkk. (1970) melakukan penelitian yang menguji hubungan komtemporer antara determinan akuntansi dan determinan pasar modal dalam mengukur risiko perusahaan. Hasil penelitiannya memperlihatkan bahwa investor menggunakan ukuran risiko akuntansi dalam membuat keputusan. Penelitian ini menunjukkan bahwa

ada empat variabel termasuk *leverage* memiliki hubungan yang signifikan dengan beta.

Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Yohanna, Denny (2005) yang menemukan bahwa risiko sistematik perusahaan yang diproksikan dengan beta merupakan factor yang diperhatikan manajemen dalam membuat keputusan pendanaan perusahaan. Dimana semakin tinggi beta suatu perusahaan maka akan semakin tinggi tingkat leverage perusahaan, akibat dari aliran kas ke perusahaan menurun.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti apakah struktur kepemilikan dan konsentrasi kepemilikan perusahaan bisa membedakan tingkat leverage perusahaan, serta untuk menguji apakah klasifikasi industri, pertumbuhan, dan risiko perusahaan mempengaruhi leverage perusahaan. Penelitiann ini dilakukan pada sample-sampel perusahaan manufaktur, dagang dan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan 2004-2007.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan, sehingga jika perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi atau tidak, hal ini tidak mempengaruhi *leverage* perusahaan. Namun, berbeda dengan struktur kepemilikan, pada variabel klasifikasi industri berpengaruh terhadap leverage perusahaan, namun memiliki hubungan yang negative. Sehingga perusahaan manufaktur memiliki *leverage* lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dagang dan jasa. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Scott.JR dan Martin (1975) dan penelitian Bowen dkk (1982).

Penggunaan *Price to Earning* sebagai proksi dari pertumbuhan perusahaan menunjukkan bahwa PE tidak berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan, dengan arti *Price to Earning* yang berbeda tidak akan menghasilkan leverage yang berbeda pula.

Namun memiliki hubungan yang negative. Semakin tinggi PE suatu perusahaan maka semakin rendah leverage perusahaan. Karena angka PE yang tinggi menggambarkan modal saham suatu perusahan bagus, sehingga pendanaan perusahaan dari utang nenurun.

Resiko sistematik suatu perusahaan diproksikan dengan beta, akan dapat menilai protofolio suatu perusahaan. Dari hasil penelitian ini, resiko perusahaan mempengaruhi *leverage* perusahan, semakin tinggi resiko perusahan maka semakin tinggi leverage perusahaan. Jika beta saham suatu perusahaan tinggi, maka investor cenderung enggan berinvestasi pada perusahan tersebut. Dengan demikian pendanaan dari utang merupakan pilihan bagi manajemen.

DAFTAR PUSTAKA

Anresti, Alan, dan Barbara Finlay, 1999, *Statitiscal Methods for the Social Sciences,* Third Edition, Prentice-Hall, Inc.

Beaver, William, Paul Kettler, dan Myron Scholes, 1970, *The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures,* Accounting Review, Oktober, p. 654-681

Beaver, William, dan Dale Morse, 1978, *What Determined Price-Earnings Ratios*? dalam Financial Statement Analysis, Ball dan Kothari (ed), McGraw-Hill, Inc.

Bhaduri, Saumitra, 2002, *Determinants of Capital Structure Choice; a Study the Indian Corporate Sector*, Applied Financial Economics, 12,p. 655-665

Browen, Robert, Lane A. Daley, Charles Huber, jr. 1982, *Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage,* Financial Management, winter, p. 10-20

Browman, Robert, 1980, *The Importance, of a Market-Value Measurrement of Debt in Assesing Leverage*, Journal of Accounting Research, Vol.18 No.1 p.242-254

Claessens, Stijn, Simeon Jankov dan Larry H.P Lang, 2000, *the Separation of Ownership and Control in East AsianCorporation,* Journal of Financial Economics Vol.58, p.81-112

Ellul, Andrew, Levent Guntai dan Ugur Lel, 2004, *External Governance and Debt Agency Cost of Family Firms,* Working Paper

Foster, George, 1986, *Financial Statement Analysis,* Second Edition, Prentice-Hall, Inc.

Gujarati, Damodar N., 2003, *Basic Econometric*, Fourth Edition, Prentice-Hall, Inc.

Handayani, Bestari, 2005, *Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan pada Pertumbuhan Perusahaan yang Berbeda,* Tesis, UGM

Hartono, Jogianto, 2000, *TeoriPortofolio dan Analisis Investasi,* Edisi Tiga, BPFE

Inderst, Roman dan Holger M. Műller, 1999, *Ownership Concentration, Monitoring and the Agency Cost of Debt, Working Paper*

Jensen, Michael C. 1986, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporete Finance and Takeover*, American Economic Review 76, p. 323-339

Jensen, M. C. And William H. Meckling, 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3: p. 305-360

Jensen, Gerard R., Donald P. Solberg and Thomas S. Zorn, 1992, *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies*, Journal of Finance, Vol.XXXII, No.2, p.371-387

Ketzia Natasya, Tessa, 2008, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan*, (Studi pada Perusahaan Manufaktur yanf Terdaftar di BEI), Skripsi< Universitas Andalas

Kim Wi Saeng and Eric H. Sorensen, 1986, *Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.21, No. 2 p. 131-144

Li, Hongxia dan Liming Cui, 2003, *Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms,* Nature Science, I (1), 12-20

Lukviarman, Niki, 2004, *Ownership Structure and Firm Performance : the case of Indonesia*, DBA Thesis. Curtin University of Technology.

Machfoedz, Mas'ud, 1999, *Pengaruh Krisis Moneter padaEfisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta,* JEBI, Vol. 14, p.37-49

McConnell, John j. dan Hendri Servaes (1995), *Equity Ownership and the Two Faces of Debt*, Journal of Financial Economics, Sep, Vol. 39 issue 1 p. 131-157

Nugraheni, Bernadetta, 2002, *Study PER antar Sektor Industri Manufaktur,* Tesis, UGM

Ramnath, Sundaresh, 2002, *Investor and Analist Reactions to Earnings Announcements of Related Firms*: *an Empirical Analysis,* Journal of Accounting Research, Vol.40, No. 5, p.1351-1376

Riyanto, Bambang, 1995, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan,* edis ke-4, BPFE, Yogyakarta

Rosenberg, Barr dan James Guy, 1976, *Prediction of Beta From Investment Fundamentals,* dalam Financial Statement Analysis, Ball dan Kothari (ed), Mc-Graww-Hill, Inc.

Scott, Jr, David dan John D. Martin, 1975, *Industry Influence on Financial Structure,* Financial Management, spring, p.67-73

Shleifer, Andrei dan Robert W. Vishny, 1997, *A Survey of Corporate Governance,* the Journal of Finance, Vol. LII. No.2, p.737-775

Stulz, Rene M. 1990, *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, Journal of Financial Economics, Vol. 26 issue 1, p.3-27

Syawita Putra, Andi, 2006, *Hubungan Struktur Kepemilikan, Kepemilikan Saham Minoritas dengan Kinerja Perusahaan* (Studi pada Perusahaan Go-*Public* di Indonesia), Skripsi, Universitas Andalas

Titman, Sheridan dan Roberto Wessels, 1988, *The Determinants of Capital Structure Choice,* the Journal of Finance, Vol. XLIII, No.1, p. 1-19

Wikipedia, the Free Encyclopedia, 2009, Retrieved: October 20, 2009, from

www.wikipedia.com?search?=agencytheory.html

Yohana, Denny, 2005, *Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Klasifikasi Industri, Pertumbuhan dan Risiko terhadap Leverage Perusahaan,* Tesis, UGM