

PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN DAN KEPEMILIKAN TERHADAP UTANG PERUSAHAAN REAL ESTAT YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2008 - 2013

Gunawan

STIE Indonesia Banking School

gunawan@ibs.ac.id

ABSTRACT

This research was aimed to elaborate the influences of corporate and ownership characteristics (as independent variabels) to its debt decision (as dependent variabel). Corporate characteristic was measured by its tangible assets, growth opportunity and RoI as profitability, whilst ownership characteristic was measured by its managerial ownership. Debt decision was measured by debt ratio between interest bearing notes to total assets. 32 listed real estat companies in Indonesia Stock Exchange were as its research' sampling, especially which categorized in sub-sector property and real estat. EvIEWS 8 was used as statistical tools to exercise the secondary data. Results of the research were tangible assets has significant (positive) impact while profitability has (negative) impact to debt decision. It was consistent with the hypothesis of the research which stated (real estat) corporate characteristic has a dominant proportion of tangible assets in term of real estat inventory, developed area, investment property and fixed assets. All of these kind of tangible assets have a capability in delivering significant profit. The research also proved that variabel of growth has (negative) not significant impact. Managerial ownership as ownership characteristic, has (significant) impact to debt decision.

Keywords: Corporate characteristic, ownership characteristic, real estat, capital structure, optimal debt, ownership managerial.

1. PENDAHULUAN

Perusahaan yang bergerak dalam industri real estat memiliki karakteristik khusus yang berbeda dengan jenis bisnis lainnya yaitu terbatas, investasi tetap, lokasi dan nilai jual yang makin meningkat (Cammarano, N. Jr., 1995). Dengan karakteritik tersebut real estat mengandung aspek bisnis dan keuntungan, sehingga banyak orang atau perusahaan melakukan investasi dan spekulasi pada bisnis tersebut.

Salah satu ciri menonjol pada industri real estat di Indonesia adalah munculnya kota-kota baru di sekitar pusat perkotaan. Sebagai contoh di sekitar Jakarta, kota-kota baru bermunculan di sekelilingnya mengikuti perkembangan ekonomi dan industri yang juga berkembang. Pusat-pusat industri biasanya berkembang mengikuti perkembangan dan kesiapan infrastruktur yang pada gilirannya meningkatkan permintaan perumahan dan

produk-produk properti lainnya seperti *commercial property* (perkantoran, *shopping center*, *mall*) serta apartemen.

Secara umum kinerja perekonomian di Indonesia cukup baik yang ditandai *Gross Domestic Product* (GDP) yang cukup tinggi, serta tingginya laju pertumbuhan penduduk yang berakibat pada tingginya permintaan produk real estat. Hal ini diperkirakan masih akan terus berlanjut, yang berakibat perusahaan yang bergerak di industri real estat mengalami pertumbuhan yang menjanjikan.

Dalam menghadapi situasi bisnis yang bertumbuh seperti itu, perusahaan real estat membutuhkan sumber dana untuk pembiayaan yang diperlukan guna meningkatkan nilai perusahaannya. Keputusan pendanaan memberikan andil dalam mencapai tujuan perusahaan, melalui tingkat struktur modal yang optimal untuk mendanai investasinya. Struktur modal yang optimal merupakan bauran komposisi utang dan ekuitas yang digunakan yang akan memberikan biaya modal yang paling rendah sehingga berperan memaksimalkan nilai perusahaan (Titman dan Keown, 2011).

Studi empiris terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan utang perusahaan umumnya ditinjau dari karakteristik perusahaan, di antaranya Brigham dan Ehrhardt (2003) menyatakan bahwa beberapa faktor yang dipertimbangkan dalam melakukan pemilihan struktur modal di antaranya adalah struktur aset, *growth rate*, dan profitabilitas. Perusahaan yang memiliki aset berwujud yang dapat dijadikan agunan untuk pinjaman, membuat kecenderungan utang perusahaan tinggi. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi cenderung memerlukan dana eksternal lebih tinggi, salah satunya adalah utang. Perusahaan dengan *return on investment* menggunakan utang yang relatif rendah. Selain itu, perusahaan di bidang real estat pada umumnya memiliki utang yang tinggi.

Berbagai penelitian mengenai pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal telah banyak dilakukan dengan hasil yang belum konsisten, di antaranya menurut Ozkan (2001) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *size*, *growth opportunity*, profitabilitas dan *non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan menurut Ogbulu dan Emeni (2012) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa *tangibility*, *growth*, dan *profitability* tidak berpengaruh pada struktur modal. Darminto, Adler, dan Febriyani (2008) yang menyatakan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan Joni dan Lina (2010) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Selain itu, studi empiris mengenai pengaruh struktur kepemilikan di antaranya kebijakan utang dipandang sebagai mekanisme pengendalian internal yang mampu mengurangi konflik keagenan (Jensen, 1986, 1993). Jensen (1986) menyatakan bahwa para

manajer perusahaan *free cash flow* yang tinggi cenderung melakukan aktivitas non-optimal demi kepentingan dan keuntungan pribadi, oleh sebab itu utang dapat dijadikan sebagai alat untuk mendisiplinkan perilaku manajer dan memperkecil konflik keagenan.

Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan bahwa karakteristik kepemilikan dapat memengaruhi penentuan tingkat utang perusahaan, antara lain Mishra dan McConaughy (1999) yang mengungkapkan bahwa keikutsertaan *family-owners* dalam manajemen berpengaruh negatif terhadap utang, karena *owner-manager* punya kecenderungan *risk-averse* (Fama, 1980; Friend & Lang, 1988 dan Masulis, 1988, Fosberg, 2004), sehingga mereka memiliki insentif mengurangi utang untuk menghindari terjadinya *financial distress*.

Berdasarkan hal tersebut di atas, maka penelitian ini akan menganalisis pengaruh karakteristik perusahaan dan karakteristik kepemilikan terhadap tingkat utang perusahaan real estat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2013, karena selain karakteristik perusahaan real estat memiliki tingkat utang yang tinggi dengan *debt to equity ratio* 185% jika dibandingkan dengan perusahaan transportasi dan jasa yang memiliki *debt to equity ratio* 84%, energi memiliki *debt to equity ratio* 64%, *Capital goods dan consumers non ciclical* yang hanya 38% bahkan perusahaan teknologi yang *debt to equity ratio* hanya 23% (Sumber : www.reuters.com).

2. TINJAUAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 *Agency Theory*

Teori yang memperhitungkan biaya keagenan pertama kali dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Dalam teori tersebut ditegaskan bahwa struktur keuangan dipengaruhi oleh insentif dan perilaku pembuat keputusan (pihak manajemen), sehingga penambahan atau pengurangan tingkat utang memiliki konsekuensi lain yakni munculnya biaya keagenan akibat konflik perusahaan (*owner manager*) dengan pihak eksternal (kreditor dan/atau pemegang saham minoritas). Untuk itu, dibutuhkan suatu kombinasi tingkat utang dan ekuitas eksternal yang optimal agar dapat meminimalkan total biaya keagenan tersebut.

2.2 Perkembangan Teori Struktur Modal Perusahaan

Berk, DeMarzo dan Harford (2009) menyatakan pasar modal sempurna memiliki karakteristik:

- a. Sekuritas diperdagangkan dengan harga yang *fair*. Investor dan perusahaan dapat memperdagangkan sekuritas pada harga pasar yang kompetitif sebesar *present value* dari arus kas mendatang.

- b. Tidak ada pajak atau biaya transaksi. Dalam keputusan pendanaan atau perdagangan surat berharga tidak ada konsekuensi pajak, biaya transaksi dan biaya lainnya.
- c. Arus kas investasi independen terhadap pilihan pendanaan. Keputusan pendanaan perusahaan tidak mengubah arus kas yang dihasilkan dari keputusan investasinya.

Dalam kondisi pasar modal sempurna, penentuan tingkat utang tidak mempengaruhi nilai perusahaan maupun kekayaan (*wealth*) pemegang saham. Konsep ini lebih dikenal dengan *Irrelevance of Capital Structure* (Modigliani & Miller, 1958), yang didasarkan pada asumsi yang kuat sebagai berikut: tidak ada biaya broker, tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama dengan perusahaan, seluruh informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang investasi di masa mendatang dan *Earning Before Interest & Tax* (EBIT) tidak berubah atas penggunaan utang. Lebih lanjut Berk, DeMarzo dan Harford (2009) menyatakan bahwa asumsi pasar modal sempurna adalah dangkal dan tidak realistis, namun bertitik tolak dari hal tersebut dapat dilihat adanya manfaat dan biaya penggunaan utang (*leverage*).

Seiring perkembangan teori ini, asumsi-asumsi yang terdapat pada pasar modal sempurna makin melonggar dengan mulai diperhitungkannya sejumlah faktor yang dianggap berpengaruh terhadap hubungan antara struktur pembiayaan dan nilai perusahaan. Dalam Manangsang (2012) dijelaskan bahwa La Rocca (2007) menyebutkan bahwa konsep MM dimodifikasi setelah para ahli mempertimbangkan adanya *interest tax shield* (Modigliani & Miller, 1963), *personal tax* (Miller, 1977), *tax capacity* yang berkurang *economic loss*, dampak *other types of tax shields* (De Angelo & Masulis, 1980), biaya keagenan (*agency cost*) dan biaya akibat *financial distress* (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) serta preferensi manajer saat menentukan sumber pembiayaan (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

2.2.1 Trade-off Theory

Ross (2012) menyatakan dalam *Trade-off Theory* disebutkan bahwa perusahaan akan meminjam hingga suatu titik dimana manfaat pajak (*tax shield*) dari tambahan utang akan menyamai biaya yang berasal dari kemungkinan timbulnya kesulitan keuangan (*financial distress*). Disebut teori statis karena teori ini berasumsi bahwa perusahaan tidak mengalami perubahan dalam hal aset dan operasional dan hanya mempertimbangkan kemungkinan-kemungkinan perubahan pada rasio utang-ekuitas.

Megginson (1995) mengemukakan bahwa *Trade-off Theory* berangkat dari asumsi bahwa struktur modal yang terobservasi merupakan hasil *trade-off* antara manfaat yang diperoleh perusahaan akibat meningkatkan utang seperti *interest tax shield* (Modigliani &

Miller, 1963), *signaling the firm's high quality* (Ross, 1977), *reducing the agency cost of free cash flow* (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) serta *diciplinary role of debt* (Grossman & Hart, 1980), *financial distress* (Stiglitz, 1969) serta biaya yang timbul akibat konflik antara pemilik ekuitas dan pihak eksternal (Jensen & Meckling, 1976).

Peningkatan utang memiliki konsekuensi lain yaitu munculnya biaya keagenan akibat konflik antara pemegang saham dan pemegang utang. Konflik ini timbul karena pemegang saham memiliki kecenderungan melakukan investasi non-optimal, seperti membiayai proyek-proyek berisiko tinggi yang menjanjikan *return* besar. Apabila investasi tersebut berhasil, maka hampir semua keuntungan akan dinikmati oleh pemilik ekuitas, tetapi jika gagal pemegang utanglah yang menanggung kerugian (disebut pula sebagai *problem asset substitution*).

Sebaliknya, pengurangan utang (peningkatan ekuitas eksternal) juga dapat menimbulkan biaya tambahan yakni biaya keagenan ekuitas eksternal, karena *owner-manager* memiliki inisiatif untuk kenikmatan atau kenyamanannya atas tanggungan pemegang saham minoritas, misalnya dengan *consuming perquisites*, *shirking* dan *bad investments*. (Ross, 2012).

2.2.2 Signaling Theory

Brigham dan Ehrhardt (2012) menyatakan berbeda dengan MM yang berasumsi investor dan manajer memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan, yang disebut *symetric information*, kenyataannya manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan pihak luar tentang prospek perusahaan, yang disebut dengan *asymetric information* yang memiliki pengaruh penting dalam keputusan struktur modal perusahaan. Pada perusahaan yang manajernya mengetahui bahwa prospek perusahaan sangat positif akan mengambil keputusan untuk menghindari pengeluaran saham untuk pembiayaan dalam memenuhi kebutuhan dananya, sebagai gantinya perusahaan akan menggunakan utang yang jauh melampaui target struktur modal optimal. Sebaliknya, jika prospek perusahaan negatif, perusahaan akan menerbitkan saham dalam keputusan pembiayaannya, dengan maksud membagi kerugian dengan pemegang saham yang baru.

2.2.3 Pecking Order Theory

Teori yang dikembangkan oleh Myers (1984) ini bertumpu pada asumsi adanya *asymetric information* antara manajer sebagai pihak internal dan investor eksternal. Manajer selalu memiliki informasi yang lebih baik tentang peluang investasi perusahaan dibandingkan

investor eksternal, dan manajer juga selalu bertindak demi kepentingan para pemegang saham (Myers & Majluf, 1984)

Teori *Pecking Order* memiliki argumen bahwa perusahaan lebih mengutamakan sumber dana internal. Apabila perusahaan membutuhkan dana dari pihak eksternal, maka pertama-tama yang dicari adalah pembiayaan yang paling aman, seperti utang yang memiliki risiko rendah, kemudian *risky debt*, lalu *convertible securities*. Penerbitan saham hanya akan dilakukan sebagai langkah terakhir jika sudah tidak ada pilihan lain, misalnya tiba-tiba mengalami penurunan laba atau sahamnya *over-valued*.

Implikasi dari teori tersebut adalah perusahaan tidak memiliki target struktur modal (rasio utang-ekuitas aktual akan bervariasi sepanjang waktu sesuai dengan kebutuhan eksternal); perusahaan yang memiliki banyak keuntungan akan menggunakan sedikit utang; dan perusahaan akan menginginkan fleksibilitas keuangan (Ross, 2012).

2.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Struktur Modal

Menurut Brealey dan Myers (2011) terdapat 4 dimensi yang harus dicermati dalam memilih struktur modal perusahaan; 1. Status Pajak (*Tax status*), perusahaan yang mengalami kerugian pajak yang dapat dikreditkan di tahun-tahun mendatang harus mengurangi rasio utangnya, 2. Tingkat Kesulitan Keuangan (*The Risk of Financial Distress*), perusahaan yang mengalami tingkat kesulitan keuangan tingkat pinjamannya harus di bawah rata-rata industri. 3. Jenis Aset (*Asset Type*), perusahaan yang nilainya tergantung dari peluang pertumbuhan atau aktiva tidak berwujud harusnya meminjam lebih sedikit. 4. Kelemahan Keuangan (*Financial Slack*), perusahaan yang mengalami kelemahan keuangan seharusnya bersifat konservatif dalam struktur keuangannya.

Wiwattanakanantang (1999) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat utang dari perusahaan yang dimiliki oleh satu perusahaan (*single-family owned firms*), karena pada perusahaan-perusahaan semacam ini dijumpai tingkat utang yang lebih tinggi. Pernyataan tersebut mendukung pendapat Harris dan Raviv (1998) serta Stulz (1988) bahwa manajemen bisa memanfaatkan utang untuk melindungi *voting power* mereka.

Penelitian terhadap kemampuan utang dalam mengurangi dampak problem keagenan pada perusahaan-perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan piramid di negara-negara berkembang (termasuk Indonesia) telah dilakukan oleh Harvey et al (2004), hasilnya menunjukkan bahwa utang dapat memperkecil penurunan nilai perusahaan yang diakibatkan oleh biaya keagenan manajerial.

Driffield, et al. (2007) mengemukakan argument yang berbeda dengan Harvey, et al. (2004), karena berdasarkan penelitian terhadap sampel yang sebagian besar terdiri dari *owner-managed family firms*, mereka menyatakan bahwa total efek (gabungan efek insentif, efek *entrenchment* dan efek *risk aversion*) dari kondisi *higher control from cash flow rights* justru berpengaruh positif terhadap tingkat utang dan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh keberadaan efek insentif yang lebih kuat sehingga perusahaan-perusahaan tersebut mampu meminimalkan biaya keagenan akibat *separation of cash flow and control right*.

Lukviarman (2004) dan Claessens et.al (1999,2002) mengungkapkan bahwa sebagian perusahaan di Indonesia dikendalikan oleh suatu keluarga atau kelompok usaha keluarga (konglomerat). Bahkan Claessens mencatat bahwa di Indonesia rata-rata sebuah keluarga mengendalikan lebih dari 4 perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa umumnya karakteristik kepemilikan perusahaan di Indonesia sangat terkonsentrasi, yang dapat menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Alwi (2009) menyatakan konflik tersebut muncul karena struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada *family-owner* berpengaruh kuat terhadap berbagai keputusan manajemen yang cenderung menguntungkan *family-owner* sebagai pemegang saham mayoritas.

Hasil studi Claessens, et al. (2002) dan Driffield, et al. (2007) menunjukkan bahwa sebagian besar CEO, *Board of Chairman* atau *Vice Chairman* dalam perusahaan-perusahaan keluarga di Indonesia adalah pemilik dan/atau anggota keluarga/kerabatnya. Asian Development Bank, dalam Manangsang (2012) mengungkapkan bahwa lebih dari 80% pemilik pengendali pada perusahaan-perusahaan Indonesia menempatkan anggota keluarga mereka dalam tim manajemen.

Emery, et al. (2007) menyatakan bahwa perusahaan dalam memilih struktur modal harus mempertimbangkan *net tax advantage* terhadap (1) *agency cost*, (2) *larger expected cost of financial distress*, (3) *cost of reduced financial distress from additional debt*, (3) *cost of reduced financial flexibility from additional debt*. Selain itu, secara simultan juga harus mempertimbangkan *transaction cost* dan *information effect*.

2.4. Karakteristik Industri Real estat

Dewan Pengurus Daerah DKI Jakarta menyatakan industri real estat memiliki keunikan karakteristik yang berbeda dengan industri-industri lainnya. Secara fisik, karakteristik industri real estat memiliki ciri antara lain:

Tidak dapat dipindahkan. Lahan yang digunakan oleh industri real estat tidak dapat dipindahkan dari suatu lokasi ke lokasi lainnya. Permintaan terhadap lahan tertentu harus dipenuhi lahan itu sendiri. Akibat dari karakteristik tersebut, timbul ketergantungan nilai

lahan pada perkembangan lingkungan sekitarnya. Apabila lingkungan di sekitar suatu lahan berkembang maka nilai lahan tersebut akan meningkat pula.

Unik. Tidak ada usaha properti yang tepat sama. Aspek unik tersebut menciptakan kemampuan monopilistik untuk memenuhi permintaan terhadap tipe ruang tertentu pada lokasi tertentu.

Terbatas. Sekalipun secara nasional terdapat lahan yang luas, lahan pada suatu daerah tertentu sifatnya terbatas, sehingga bisa terjadi kekurangan lahan yang sesuai dengan kebutuhan tertentu dan pada lokasi tertentu.

Daur Hidup yang Panjang. Tidak seperti produk manufaktur yang berubah gayanya setiap waktu, industri real estat memiliki jangka waktu yang lama.

Tidak dapat Dimusnahkan. Tidak seperti aset yang lain, lahan merupakan aset yang tidak terdepresiasi dan lebih sering mengalami apresiasi dengan berjalannya waktu.

Bersifat Tiga Dimensi. Real estat tidak hanya terdiri dari pemukiman lahan semata, namun juga mencakup ruang di atas (*airspace*) dan di bawahnya (*subsurface*). Sebuah lahan bisa bernilai lebih dari pada yang nampak pada permukaan lahan tersebut, misalnya pada lahan yang memiliki kandungan minyak atau mineral lain yang bernilai tinggi.

Terbatas. Jika lahan tertentu yang digunakan pada industri real estat banyak peminatnya, lahan tersebut menjadi sangat terbatas dan sangat bernilai meskipun di beberapa tempat lain masih banyak terdapat lahan yang dapat dibeli dengan harga murah.

Investasi Tetap. Lahan juga merupakan investasi tetap (*fixed investment*). Berbagai modifikasi dan peningkatan fungsi lahan tidak dapat dipindahkan dari lokasinya dan membutuhkan waktu tahunan untuk mengembalikan investasi yang telah ditanam.

Lokasi. Properti yang sama bisa memiliki nilai yang berbeda. Perbedaan ini dapat disebabkan oleh preferensi masyarakat terhadap faktor-faktor alamiah seperti cuaca, kesuburan tanah ataupun faktor buatan manusia seperti sekolah yang tersedia, akses jalan, pasar dan sebagainya.

Nilai bisa Meningkat. Nilai sebuah lahan bisa berubah dengan dilakukannya pembangunan sebuah lahan. Pendirian sebuah kota baru dengan pembuatan akses jalan, fasilitas umum, dan sebagainya merupakan pekerjaan yang dilakukan perusahaan real estat untuk memperoleh nilai tambah lahan tersebut.

2.6 Hipotesis Penelitian

1. Perusahaan dengan struktur aset didominasi aktiva berwujud (*tangible asset*) yang dapat digunakan sebagai agunan pinjaman akan menyebabkan utang perusahaan meningkat.

Sesuai karakteristik industri real estat yang memiliki aset berwujud yang besar, maka hipotesis adalah

Ha1: Aktiva berwujud (*Tangible asset*) yang dapat dijadikan jaminan pinjaman berpengaruh positif terhadap utang perusahaan

2. Perusahaan yang sedang bertumbuh membutuhkan sumber dana yang besar baik dari internal maupun dari eksternal diantaranya utang. Perusahaan yang bergerak pada bisnis real estat merupakan salah satu bisnis yang menikmati pertumbuhan yang tinggi sehingga hipotesisnya adalah :

Ha2: Tingkat pertumbuhan (*growth*) yang tinggi berpengaruh positif terhadap utang perusahaan.

3. Dengan karakteristik bisnis yang berbeda dengan lainnya, bisnis di bidang tersebut memberikan profitabilitas yang tinggi yang diharapkan dapat digunakan untuk mendanai ekspansi usaha. Dengan makin tingginya profitabilitas, yang dapat digunakan sebagai sumber dana internal menjadikan kebutuhan dana dari luar termasuk utang akan menurun.

Ha3: Tingkat profitabilitas yang tinggi berpengaruh negatif terhadap utang perusahaan

4. Berdasarkan penelitian terdahulu Wiwattanakanantang (1999) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat utang dari perusahaan yang dimiliki oleh satu perusahaan (*single-family owned firms*), karena pada perusahaan-perusahaan semacam ini dijumpai tingkat utang yang lebih tinggi. Pernyataan tersebut mendukung pendapat Harris dan Raviv (1998) serta Stulz (1988) bahwa manajemen bisa memanfaatkan utang untuk melindungi *voting power* mereka.

Ha4: *Owner manager* berpengaruh secara positif terhadap utang perusahaan real estat

3. METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah perusahaan real estat di Indonesia, sedangkan sampel yang digunakan adalah perusahaan real estat yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dari periode 2008 – 2013. Data karakteristik perusahaan dan karakteristik kepemilikan manajerial diperoleh dari *IDX Watch* terbitan Pustaka Bisnis Indonesia dan laporan keuangan yang dipublikasikan melalui <http://www.idx.co.id> tahun 2008 sampai dengan 2013, khusus untuk perhitungan *growth* ditambahkan data tahun 2007.

3.2 Operasional Variabel

3.2.1 Variabel Terikat

Variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi variabel bebas. Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat utang perusahaan (*leverage*) menggunakan *debt ratio*, yaitu perbandingan hutang dengan total aset. Agar menggambarkan hubungannya dengan beban bunga, maka dalam penelitian ini digunakan hutang yang berbunga (*interest bearing notes*). Adapun rumus yang digunakan adalah:

$$Leverage_t = \frac{\text{tingkat utang berbunga (interest bearing notes)}}{\text{total asset}}$$

3.4.1. Variabel Bebas

Variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi variabel terikat. Variabel bebas dalam penelitian ini mewakili karakteristik perusahaan dan karakteristik kepemilikan sebagai berikut:

A. Variabel Karakteristik Perusahaan

1. Aktiva berwujud (*Tangibility*) adalah proporsi aktiva berwujud perusahaan real estat yang dapat digunakan untuk jaminan jika melakukan hutang terhadap total aset yang dimiliki. Adapun rumus yang digunakan dalam penelitian ini:

$$Tangibility_t = \frac{\text{total aset tetap} + \text{aktiva realestat} + \text{tanah belum dikembangkan} + \text{property investasi}}{\text{total asset}}$$

2. Tingkat Pertumbuhan Aset (*Growth Opportunity* = GROW)

Variabel tingkat pertumbuhan menggambarkan ekspansi yang dilakukan perusahaan. Dalam penelitian ini tingkat pertumbuhan diukur berdasarkan prosentase perubahan total aset pada setiap periode. Dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Growth opportunity}_t = \frac{\text{Total asset } t - \text{Total Aset } t-1}{\text{Total asset } t-1}$$

3. *Profitability* (PROF)

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba atas investasi yang dilakukan. Dalam penelitian ini profitabilitas di-proxy dengan rasio *Return on Investment* dengan rumus sebagai berikut:

$$Profitability_t = \frac{\text{Laba operasional}}{\text{Total asset}}$$

B. Variabel Kepemilikan Perusahaan

Ownership Managerial (OMGD) adalah pemegang saham individu dan atau anggota keluarga yang duduk dalam tim manajemen. Dalam penelitian ini di-proxy dengan:

$$\text{OMGD} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki individu dan atau anggota keluarga yang duduk dalam tim manajemen}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

3.5 Model Penelitian

Adapun model penelitian yang akan digunakan adalah:

$$\text{LEV}_{it} = \alpha_t + \beta_1 \text{TANG}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{PROF}_{it} + \beta_4 \text{OMGD}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

LEV = *Leverage* (Tingkat utang perusahaan)

TANG = *Tangibility* (Aktiva berwujud)

GROW = *Growth Opportunity*

PROF = Profitabilitas

OMGD = *Ownership Managerial* adalah proporsi pemilik perusahaan, individu dan/ atau anggota keluarganya yang duduk dalam tim manajemen

ε = error

i,t = perusahaan i, periode t

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Statistik Deskriptif

Sampai tahun 2013 ini terdapat 36 emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kategori industri sektor *property* dan real estat, namun yang memenuhi kriteria sampel adalah sebanyak 32 perusahaan yang dapat dilihat lampiran (Tabel 1 Data 32 saham perusahaan real estat yang terdaftar di BEI). Beberapa penjelasan mengenai hasil perhitungan statistik atas data dari masing-masing variabel tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	LEV	TANG	GROW	PROF	OMGD
Mean	0.163428	0.439785	11.32228	0.050496	0.023295
Median	0.138733	0.436017	0.092146	0.043961	0.000000
Maximum	0.710465	0.913605	2129.791	0.293311	0.503100
Minimum	0.000000	0.012653	-0.464072	-0.051609	0.000000
Std. Dev.	0.143324	0.222398	153.6895	0.046338	0.081511
Skewness	1.1163733	0.247389	13.74747	1.621847	4.089895
Kurtosis	4.387507	8.665323	189.9970	8.665323	20.32286
Observations	184	184	184	184	184

Sumber: Hasil output data panel Eviews 8

Variabel *leverage* merupakan tingkat utang perusahaan real estat yang diukur dengan *debt ratio*. Selama periode pengamatan, tingkat *Leverage* rata-rata perusahaan adalah sebesar 0.1634428, dengan nilai maksimum 0.710465 dan nilai minimum 0.000000. Adapun standar deviasi dari data LEV adalah sebesar 0.143324. Nilai *mean leverage* sebesar 0,163428 > dari median sebesar 0.138733, maka variabel tersebut tinggi. Standar deviasi 0.143324 < dari *mean* sebesar 0.1634428 maka sebaran data rendah.

Variabel *tangible asset* perusahaan berupa (total aset tetap + aktiva real estat + tanah belum dikembangkan + properti investasi)/total aset selama periode pengamatan, memiliki nilai mean adalah sebesar 0.439785, dengan nilai maksimum 0.913605 dan nilai minimum 0.012653. Adapun standar deviasi dari data TANG adalah sebesar 0.222398. Nilai *mean tangible asset* sebesar sebesar 0.439785 > dari median sebesar 0.436017 maka variabel tersebut tinggi. Dan standar deviasi sebesar 0.222398 < dari *mean* sebesar 0.439785 maka sebaran data rendah.

Variabel GROW (*Growth Opportunity*) memiliki nilai *mean* sebesar 11.32228, dengan nilai maksimum 2129.791 dan nilai minimum -0.464072. Adapun standar deviasi dari data *Growth* adalah sebesar 153.6895. Karena nilai *mean Growth* sebesar 11.32228 > dari median sebesar 0.092146, maka variabel tersebut tinggi. Standar deviasi sebesar 153.6895 < dari *mean* sebesar 11.32228 maka sebaran data rendah.

Variabel PROF (*Profitabilitas*) memiliki nilai *mean* sebesar 0.050493 dengan nilai maksimum 0.293311 dan nilai minimum -0.0516109. Karena nilai *mean Profitabilitas* sebesar sebesar 11.32228 > dari median sebesar 0.043961, maka variabel tersebut tinggi. Standar deviasi sebesar 0.046338 < dari *mean* sebesar 0.050493 maka sebaran data rendah.

Variabel OMGD (*Owner Managerial*) memiliki nilai *mean* sebesar 0.023295, dengan nilai maksimum 0.503100 dan nilai minimum 0.000000. Karena nilai *mean OMGD* sebesar sebesar 0.023295 > dari median sebesar 0.043961, maka variabel tersebut tinggi. Standar deviasi sebesar 0.046338, < dari mean sebesar 0.000000 maka sebaran data rendah.

Model penelitian diolah dengan menggunakan *random effect model* (*Prob. Cross-section random* sebesar 0,3749 > α 5%). Hasil pengujian yang ditampilkan adalah hasil yang lolos uji asumsi klasik.

Tabel 2. Hasil Persamaan Regresi

LEV = 0.0632 + 0.2429 TANG + 0.0005297GROW - 0.3351 PROF +0.0364 OMGD				
Variabel	B	Standar Error	t _{hitung}	Sig.t
KONSTANTA	0.0632	0.0178	3.5630	0.0005
(TANG)	0.2429	.051996	4.6720	0.3964
(GROWTH)	0.05	250	.00000052	0.6196
(OMGD)	-0.0631	0.0428	-0.8502	0.3964
Adj.R-squared	= 0.125124	LEV= <i>Leverage</i> (Tingkat utang perusahaan)		
F _{hitung}	= 7.54124	TANG = <i>Tangibility</i> (Aktiva berwujud)		
Sig.F	= 0.000012	GROW = <i>Growth Opportunity</i>		
		PROF = Profitabilitas		
		OMGD = <i>Owner managerial</i> adalah proporsi pemilik perusahaan, individu dan/atau anggota keluarganya yang duduk di dalam tim manajemen		

Sumber: Hasil output data panel Eviews 8

4.5.1. Pengaruh Aktiva Berwujud (*Tangible Asset*) terhadap Utang Perusahaan

Dari hasil pengujian penelitian maka didapatkan bahwa hipotesis H0 ditolak, karena prob : $0,000 < 0,05$, terdapat pengaruh positif signifikan aktiva berwujud terhadap utang perusahaan yang artinya bahwa semakin tinggi aktiva berwujud (*tangible asset*) yang dapat dijadikan jaminan pinjaman semakin tinggi utang perusahaan dan sebaliknya. Hal ini bertentangan dengan penelitian Ogbulu dan Emeni (2012) yang menyatakan aktiva berwujud tidak berpengaruh terhadap utang perusahaan.

Perusahaan dengan struktur aset didominasi aktiva berwujud (*tangible asset*) yang dalam perusahaan properti dan real estat berupa aset real estat, tanah belum dikembangkan, properti investasi dan aktiva tetap yang dapat digunakan sebagai agunan pinjaman akan menyebabkan utang perusahaan meningkat, sesuai karakteristik industri real estat yang memiliki aset berwujud yang besar.

4.5.2. Pengaruh Tingkat Pertumbuhan (*Growth*) terhadap Utang Perusahaan

Dari persamaan akhir model yang didapatkan dapat diambil keputusan untuk menerima hipotesis H_0 karena prob: $0,6196 > 0,05$ yang berarti tingkat pertumbuhan (*growth*) yang tinggi tidak berpengaruh positif signifikan terhadap utang perusahaan,. Hal ini sejalan dengan penelitian Ogbulu dan Emeni (2012) *growth* tidak berpengaruh pada struktur modal. Sedangkan terhadap arahnya sejalan dengan penelitian Darminto, Adler, dan Febriyani (2008) yang menyatakan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, namun bertentangan dengan penelitian Joni dan Lina (2010) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pertumbuhan yang tinggi pada industri properti dan real estat terutama di kota-kota besar dibarengi dengan profitabilitas yang cukup tinggi (lihat temuan berikutnya) menyebabkan perusahaan mengurangi utangnya karena sumber dana internal masih mencukupi untuk mendanai ekspansi usahanya.

4.5.3. Pengaruh Tingkat Profitabilitas terhadap Utang Perusahaan

Dari persamaan akhir model regresi yang didapatkan, maka keputusan yang diambil menolak hipotesis H_0 karena prob : $0,0198 < 0,05$, dan menerima hipotesis H_1 yaitu bahwa tingkat profitabilitas yang tinggi berpengaruh negatif signifikan terhadap utang perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Ozkan (2001), namun bertentangan dengan penelitian Ogbulu dan Emeni (2012) yang menyatakan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap tingkat utang.

Dengan karakteristik bisnis yang berbeda dengan lainnya, bisnis di bidang tersebut memberikan profitabilitas yang tinggi yang diharapkan dapat digunakan untuk mendanai ekspansi usaha. Dengan makin tingginya profitabilitas, yang dapat digunakan sebagai sumber dana internal menjadikan kebutuhan dana dari luar termasuk utang akan menurun. Hal ini sesuai teori *Pecking Order*, dengan profitabilitas tinggi lebih didahulukan penggunaan sumber dana internal dari laba ditahan yang mencukupi, dengan menganut kebijakan *residual dividend*, laba terlebih dahulu digunakan untuk mendanai investasi yang menguntungkan sesuai struktur modal optimalnya, sehingga jika ada sisa (residu) boleh dibagikan sebagai dividen. Akibatnya sebisa mungkin penggunaan sumber dana eksternal baik berupa utang terutama penerbitan saham baru dihindari, karena manajemen yakin bahwa kue berupa laba operasional tidak akan dibagi kepada pihak luar apalagi kepada pemegang saham baru yang dapat mengurangi pengendalian pemegang saham lama.

4.5.4. Pengaruh *Owner Managerial* terhadap Utang Perusahaan

Pengujian hipotesis berikutnya adalah mengenai pengaruh *Owner managerial* terhadap utang perusahaan, dari hasil persamaan akhir yang didapat maka keputusan yang diambil menolak hipotesis H_0 karena $\text{prob} : 0.3964 < 0,05$ yaitu bahwa *Owner managerial* tidak berpengaruh secara negatif terhadap utang perusahaan real estat. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Wiwattanakanantang (1999) , Harris dan Raviv (1998) serta Stulz (1988) bahwa *owner managerial* memiliki pengaruh positif terhadap hutang, karena manajemen bisa memanfaatkan utang untuk melindungi *voting power* mereka. Dan bertentangan dengan penelitian Mishra dan McConaughy (1999) yang mengungkapkan bahwa keikutsertaan *family-owners* dalam manajemen berpengaruh negatif terhadap utang, karena *owner-manager* punya kecenderungan *risk-averse* (Fama, 1980; Friend & Lang, 1988 dan Masulis, 1988, Fosberg, 2004).

Dengan nilai adjusted R^2 sebesar yang 0.1251 yang berarti variasi karakteristik kepemilikan terhadap tingkat utang optimal (LEV) dapat dijelaskan sebesar 12,51% oleh variabel TANG (rasio total aset tetap terhadap total aset), variabel GROW (*Growth Opportunity*, yang diukur berdasarkan persentase perubahan total aset pada setiap periode), variabel PROF (Tingkat Profitabilitas di-*proxy* dengan rasio *Return on Investment*), dan variabel OMGD (*Owner managerial*) proporsi pemilik perusahaan (individu dan/atau anggota keluarganya) yang duduk di dalam tim manajemen.

4.6. Implikasi Manajerial

Berdasarkan temuan empiris pengaruh karakteristik perusahaan dan karakteristik kepemilikan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia didapati bahwa variabel yang paling dominan berpengaruh signifikan terhadap keputusan utang perusahaan adalah profitabilitas dengan arah minus atau kebalikan jadi semakin tinggi profitabilitas perusahaan semakin mengurangi utang hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory*. Perilaku seperti ini diduga dilakukan oleh manajemen dengan cara membagi dividen jika ada sisi yang cenderung relatif kecil dan tiap tahun besarnya berfluktuasi agar dipastikan pendanaan dari internal berupa laba ditahan dapat mencukupi untuk melakukan investasi yang menguntungkan, sehingga baik penggunaan utang dan bahkan mengeluarkan saham baru dapat dihindari. Seperti telah dibahas di bab 2, Myers (1984) telah mengingatkan bahwa dalam pengelolaan struktur modal hendaknya juga diperhatikan masalah sinyal karena bagi investor tertentu dengan adanya *asymmetric information* mereka beranggapan bahwa perusahaan yang membagi dividen relatif kecil prospek bisnisnya dianggap kurang menguntungkan.

Di samping itu, penurunan utang yang disebabkan oleh tingginya profitabilitas perusahaan real estat dapat berpotensi mengurangi manfaat yang diterima karena penggunaan utang menghasilkan *tax shield* sehingga berdampak mengurangi nilai perusahaan sesuai dengan *Trade-off Theory*.

Selanjutnya variabel yang secara signifikan mempengaruhi keputusan utang perusahaan adalah aktiva berwujud perusahaan dengan arah positif. Perusahaan di sektor real estat sangat diuntungkan dengan proporsi aktiva berwujud besar yang dapat dijadikan sebagai agunan bank pada saat membutuhkan sumber dana dari luar dalam bentuk utang. Sesuai *Trade-off Theory* perusahaan dengan laba yang tinggi dan stabil serta memiliki aset berwujud dapat meningkatkan utangnya asal manfaat yang diperoleh berupa *tax shield* masih lebih tinggi dibandingkan penambahan biaya keagenan dan *financial distress*.

Selain itu, dalam kondisi terjadi *asymmetric information* meningkatnya utang perusahaan akan dianggap oleh investor perusahaan sedang menangani proyek atau investasi yang risikonya sangat tinggi dan risiko tersebut akan digeserkan kepada investor.

Selanjutnya kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap utang perusahaan, dengan meningkatnya utang perusahaan diharapkan utang dapat dimanfaatkan untuk mendukung *voting power* mereka. Namun perlu diperhatikan dengan meningkatnya utang akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*.

5. KESIMPULAN, SARAN, DAN KETERBATASAN PENELITIAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan kajian teoritis dan analisis data yang telah dilakukan pada bab-bab sebelumnya diperoleh hasil sebagai berikut:

1. Karakteristik perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan utang perusahaan real estat adalah profitabilitas dengan arah negatif, hal ini diduga perusahaan real estat menggunakan sumber dana internal yang diperoleh dari hasil usahanya sehingga mengurangi utang.
2. Variabel dari karakteristik perusahaan yang berpengaruh secara signifikan dengan arah positif pada keputusan utang adalah aktiva berwujud. Aktiva tersebut dapat dijadikan agunan kepada bank jika perusahaan meminjam.
3. Variabel tingkat pertumbuhan aset yang merupakan ukuran ekspansifnya perusahaan real estat tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan utang perusahaan real estat.
4. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang positif terhadap utang karena dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan *voting power*.

5.2 Keterbatasan dan Saran

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh peneliti, maka keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini hanya *tangible asset*, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial.
2. Jumlah Sampel dalam penelitian ini hanya 32 perusahaan real estat yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia, sehingga belum menggambarkan pengaruh yang sebenarnya pada pengaruh variabel independen tersebut terhadap keputusan utang perusahaan.

Pengembangan lebih lanjut dari implikasi manajerial dengan memperhatikan variabel yang dominan mempengaruhi keputusan utang yaitu profitabilitas dan aktiva berwujud, menghasilkan saran sebagai berikut:

- a. Dalam melakukan pengelolaan struktur modal hendaknya memperhatikan selain risiko keuangan berupa meningkatnya biaya keagenan dan *financial distress* juga mempertimbangkan biaya modal dan efek sinyal bagi investor.
- b. Agar melakukan simulasi untuk memperoleh keputusan struktur modal yang optimal dari berbagai faktor-faktor yang disebutkan sebelumnya.
- c. Dengan mengutamakan sumber dana internal, berakibat perusahaan membagikan dividen jika terdapat sisa setelah memperhitungkan pembiayaan untuk pengembangan usaha dan berfluktuasinya pembagian dividen tiap tahun. Hal ini membutuhkan komunikasi yang tepat kepada para investor oleh sekretaris korporasi agar tidak dipandang sebagai sinyal yang buruk.
- d. Agar memberikan hasil yang lebih baik, kiranya peneliti selanjutnya dapat mengembangkan model penelitian dengan variabel misalnya risiko, perilaku pengambil keputusan seperti keragaman pengambil keputusan dalam hal pendidikan, usia, *gender*, dan yang lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Alwi, S.,2009,” Dividend and Debt Policy as Corporate Governance Mechanism: Indonesia Evidence,” *Jurnal Pengurusan*,29:111-127.
- Berk, Jonathan;DeMarzo, Petr dan Harford, Jarrad,2009: “*Fundamentals of Corporate Finance*,” Pearson;
- Brealey, and Myers, 2011,” *Principle of Corporate Finance*’, McGraw-Hill Inc.

- Brigham, Eugene E; Ehrhardt, Michele C; "*Financial Management- theory and Practice*"; 11th edition; 2005; Thomson, South Western.
- Cammarano, N.JR.1995, "*Real Esatate Accounting and Reporting*", New York, John Willey& Sons.
- Clessenn S. and S. Djankov, 1999," Ownership Concentration and corporate Performance in the Czech Republic," *Journal of Comparative Economics*;27:498-513.
- Clessenn S., S. Djanko, J.P.H Fan, and L.H.P. Lang,2002," Disentangling the Incentive and Entrachment Effect of Large Shareholdings," *Journal of Finance*;57:2741-2771.
- Driffield, N. L, V. Mahambare, and S. Pal, 2007," How Does Ownwership Structure Affect Capital Structure and Firm value? Recent Evidence from East Asia," *The European Bank for Reconstruction and Development*;15(3):535-573.
- Darminto dan Adler Haymans. 2008. Pengujian Teori Trade Off Dan Pecking Order Dengan Satu Model Dinamis Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis*. Vol.1, No.1, Hal 35-52.
- Emery, Douglas. Finerty, John R, Et al; "*Corporate Financial Management*", 2007, 3th edition, Pearson International Edition.
- Neave, Edwin H., Wiginton, John C;1981," *Financial Management: Theory and Strategies*, 1981, London, Prentice Hall International.
- Gujarati, D.N. and D.C. Porter, 2011, *Basic Econometrics*, New York: Mc Graw-Hill, Irwin.
- Fama E.F., 1980, "*Agency Problem and Theory of the Firms*," *Journal of Political Economy*", 88(2):288-307
- Friend,I and L.H.P.Lang, 1988,"An Empirical Test of the Impact of Self Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance*;43 (2):271-281
- Fosberg, R.H.,2004,"Agency Problem and debt Financing: Leadership Structure Effect," *Corporate Governance*;4 (1):31-38
- Haris, M and A. Raviv,1998," The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*;46(1):297-334.
- Harvey,CR,KV.et.al, 2004," The Effects of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme," *Journal of Finanacial Economics*;74:3-30.
- Jensen, M.C,1986" Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*;76(2):323-329.
- Jensen, M.C,1993" The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems, " *Journal of Finance*;48:831-880.
- Jensen, M. And W. Meckling, 1976,"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure,"*Journal of Financial Economics*,"3 (4): 305-360.

- Joni dan Lina, 2010. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.12, No.2, Agustus 2010: 81-96
- Keown, Arthur J. Et.al; *Financial Management*; Prentice Hall; 10th edition, 2005.
- La Rocca, M; 2007,"*The influence of dream, The influence of Corporate Governance on the Relation Between Capital Structure and Valuation*," *Corporate Governance*, 7 (3): 312-325
- Lukviarman, N.,2004," Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Indonesia", Disertasi, Curtin University of Technology, Perth.
- Manangsang , Rizal Edwin; 2012: "*Analisis Pengaruh Karakteristik Kepemilikan dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Utang Perusahaan*" - Ringkasan Disertasi, Universitas Indonesia, Ringkasan Disertas; Tidak dipublikasikan.
- Masulis,R.W., 1988,"*Corporate Investment and Dividend Decesion Under Differential Personal Taxtation*,"*Journal of Financial and Quantitative Analysis*; 23 9):369-385.
- McConaughy,D.L., C.H. Mattews, and AS. Fialco, 2001, "*Founding Family Controlled Fims; Performance, Risk and Value*:"*Journal of Small Business Management*; 39 (1):31-49.
- Meginson, W.L.,1995, *Corporate Finance Theory*, Reading, Massachusetts: Addinon-Wesley.
- Miller, M.H., 1977, "*Debt and taxes*", *journal of Finance*;32(2)1-275.
- Modigliani F. and Miller, M.H;1963," Corporate Income Taxes and Cost of Capital", *american economic Review*; 53:433-443.
- Myers, S; 1984," The Capital Structure Puzle", *Journal of Finance*, 39;575-592.
- Myers, S and N. Majluf,1984;" Corporate Financing and Investment decesion when Firms have Information that Investor do not have," *Journal of Finacial Economics*; 13:187-2321.
- Ogbulu, Onyemachi Maxwell and Francis Kehinde Emeni. 2012. Determinants of Corporate Capital Structure in Nigeria. *International Journal of Economics and Management Services*, 1(10), pp: 81-96.
- Ozkan, A. 2001. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1-2), pp: 175-198.
- Ross, Westerfield, Jafe; "*Corporate Finance*"; Mc Graw Hill; 10th edition; 2012.
- Stulz, R.M, 1988," Managerial Control of Voting Rights: Finnancing Policies and Markets Control," *Journal of Finacial Economics*;20:25-54.
- Titman, Sheridan; Keown, Arthur j; Marthin, Jhon D; "*Financial Management – Principles and Aplication*"; Pearson; 11th edition; 2011.

Widarjono, Agus (2007),” Ekonometrika Teori dan Aplikasi”, Yogyakarta; FE UII

Wiwattanakantang, Y;1999,” An empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms,” Pasific-Basin Finance journal;7:371-403.

www.idx.co.id

www.reuters.com