

JURNAL EKONOMI PERUSAHAAN

ISSN : 0854 - 8153

Vol.12 - No.2

Management Control dan New Institutional Theory
pada Aliansi
(Studi Empirik pada Saluran distribusi Minyak Tanah)
Irma Gerungan dan Sujoko Efferin

Penerapan *Modified Factor Analysis*
untuk Menyusun Komunikasi Pemasaran yang Terintegrasi
Freddy Rangkuti

Konfusianisme dan Taktik Orang China
dalam Bernegosiasi
Sari Budianti dan Neil Samuel Rupidara

Pengaruh Citra Merek dan Sikap Merek
terhadap Ekuitas Merek
Tony Sitinjak dan Tumpal JRS

Analisis Portofolio Optimal pada Saham LQ45
dengan Pemrograman Non Linear
Abdulah Rahman

Perbedaan Struktur Pendanaan Perusahaan Multinasional
dan Perusahaan Domestik Di Indonesia
Vera, Rudolf L. Tobing, dan Akromul Ibad

Jurnal Ekonomi Perusahaan

ISSN : 0854 - 8153

Akreditasi Nasional No: 23a/DIKTI/Kep/2004

Terakreditasi B

Volume 12 Nomor 2

Edisi Juni 2005

Penanggung jawab

Rektor IBII *ex officio*

Penasihat

Drs. Kwik Kian Gie

Dewan Penyunting

Penyunting Ahli :

Dr. Chandra Setiawan; Prof. Ir. R. Sinaga, Ph.D; Prof. Dr. H. Veithzal Rivai, M.B.A.;
Prof. Dr. Hadari Nawawi; Ir. Hanes Riady, M.M., M.B.A.; Dr. Nico J. J. Koroh, M.B.A.;
Prof. Hendrawan Supratikno, M.B.A., Ph.D.; Drs. Tri Pujadi, Ak., M.M.; Dra. Genoveva, M.M.;
Drs. Akromul Ibad, M.M.; Mulyani, S.E., Ak., M.Si.; Muhammad Fuad, S.E., M.P.

Penyunting Pelaksana :

Dra. Bernadine, M.Com (*Ketua merangkap anggota*)

Ir. Bilson Simamora, M.M.

Dr. Eliana S., M.M.

Martha Ayerza Esra, S.E., M.M.

Ellis Sondang T., S.Kom., M.M.

M. Taufiq Amir, S.E., M.M.

Dra. Elisabeth Vita, M.M.

Sirkulasi :

Triyono

Eni Supartini

Alamat Redaksi & Usaha (Promosi dan Langganan)

Kampus Institut Bisnis dan Informatika Indonesia (IBII) Lantai 8

Jl. Yos Sudarso Kav.87, Sunter, Jakarta 14350

Telp.: (021) 65307062 – Fax.: (021) 65306967 – E-Mail: jepredaksi@ibii.ac.id

Daftar Isi

Halaman: i

Kata Pengantar

Halaman: ii

***Management Control dan New Institutional Theory pada Aliansi
(Studi Empirik pada Saluran distribusi Minyak Tanah)***

Irma Gerungan dan Sujoko Efferin

Halaman: 96 - 119

***Penerapan Modified Factor Analysis
Untuk Menyusun Komunikasi Pemasaran yang Terintegrasi***

Freddy Rangkuti

Halaman: 120 - 147

Konfusianisme dan Taktik Orang China dalam Bernegosiasi

Sari Budianti dan Neil Semuel Rupidara

Halaman: 148 - 165

Pengaruh Citra Merek dan Sikap Merek terhadap Ekuitas Merek

Tony Sitingak dan Tumpal JRS

Halaman: 166 -182

***Analisis Portofolio Optimal pada Saham LQ45
dengan Pemrograman Non Linear***

Abdulah Rahman

Halaman: 183-195

***Perbedaan Struktur Pendanaan Perusahaan Multinasional
dan Perusahaan Domestik Di Indonesia***

Vera, Rudolf L. Tobing, dan Akromul Ibad

Halaman: 196-213

Indeks

Halaman: 216-222

Dari Penyunting

Pada penerbitan Volume 12 Nomor 2, edisi Juni 2005 ini JEP memuat 6(enam) artikel yang diawali oleh tulisan hasil studi empirik Irma Gerungan dan Sujoko Efferin yang berjudul *Management Control dan New Institutional Theory* pada Aliansi, Studi Empirik pada Saluran distribusi Minyak Tanah. Dalam tulisan itu dikemukakan bahwa dasar pembentukan aliansi dipengaruhi banyak faktor, seperti faktor-faktor politik, sosial dan ekonomik. Dalam tulisan ini diulas bahwa keputusan yang menyangkut saluran distribusi minyak tanah ini mencakup kepentingan banyak pihak termasuk rakyat banyak, sehingga setiap perubahan yang terjadi tidak dapat dilepaskan dari faktor negosiasi politik dan pertimbangan akan dampak-dampak sosial yang dapat terjadi.

Artikel kedua berjudul Penerapan *Modified Factor Analysis* untuk Menyusun Komunikasi Pemasaran yang Terintegrasi. Tulisan ini merupakan hasil kajian Freddy Rangkuti yang dimaksudkan untuk mengatasi masalah komunikasi pemasaran dan untuk memperoleh pemahaman yang lebih mendalam tentang bagaimana perusahaan menggunakan metoda *modified factor analysis* untuk merumuskan *Integrated Marketing Communication (IMC) atas pengembangan produk baru mereka*.

Artikel ketiga adalah hasil tulisan Sari Budianti dan Neil Semuel Rapidara dengan judul Konfusianisme dan Taktik Orang China dalam Bernegosiasi. Artikel ini secara khusus menyoroti latar belakang kultural orang Cina dalam yang dikaitkan dengan ajaran konfusianisme dalam bersikap dan berperilaku. Artikel keempat berjudul Pengaruh Citra Merek dan Sikap Merek Terhadap Ekuitas Merek. Artikel ini ditulis oleh Tony Sitingak dan Tumpal J.R.S yang mengulas adanya kritik atas konsep ekuitas merek tentang relevansinya dengan kondisi nyata di lapangan seiring dengan semakin tajamnya tingkat persaingan di era pasar bebas ini. Tulisan ini merupakan hasil penelitian penulis melalui pengujian ekuitas merek secara empirik dengan *structural equation modeling* pada bisnis perbankan.

Artikel kelima ditulis oleh Abdulah Rahman dengan judul Analisis Portofolio Optimal pada Saham LQ45 dengan Pemrograman Non Linear. Dalam tulisan ini diulas pentingnya pembentukan portofolio investasi pada beberapa saham untuk meminimumkan risiko, sehingga terbentuklah suatu portofolio optimal. Artikel terakhir pada edisi ini berjudul Perbedaan Struktur Pendanaan Perusahaan Multinasional dan Perusahaan Domestik Di Indonesia, tulisan bersama Vera, Rudolf L. Tobing, dan Akromul Ibad. Tulisan ini merupakan hasil riset yang tujuan utamanya adalah untuk mengukur keterkaitan antara struktur modal dan tingkat *leverage* serta untuk melihat perbedaan tingkat *leverage* antara perusahaan multinasional dan perusahaan domestik.

Akhirnya, dewan penyunting mohon maaf apabila pada edisi ini terdapat kekeliruan atau kekurangan dalam hal penyajian materi maupun teknis penulisannya. Terima kasih.

Selamat Membaca

PERBEDAAN STRUKTUR PENDANAAN PERUSAHAAN MULTINASIONAL DAN PERUSAHAAN DOMESTIK DI INDONESIA

Vera*

Rudolf L. Tobing**

Akromul Ibad***

Abstract

The objectives of this research are (1) to investigate the determinants of capital structures which have effect on company *leverage*, and (2) to see the differences of *leverage* between domestic and multinational corporations. The determinants of capital structures consist of agency cost, bankruptcy cost, size, growth, and profitability. The objects of this research are the Indonesian multinational and domestic companies listed in Jakarta Stock Exchange from 1999 to 2003. The multiple linear regression variables show that the level of *leverage* differs significantly between multinational and domestic companies. For both types of organizations, profitability, bankruptcy cost and size were significant determinants of *leverage*. For domestic companies, growth was significant determinants of *leverage*, but it was not significant for multinational corporations. Agency cost was not differ significantly between multinational and domestic companies.

Kata Kunci: determinants, capital structures, *leverage*, agency cost, bankruptcy cost, multinational and domestic companies.

Pendahuluan

Kegiatan ekonomi setiap negara ditopang oleh berbagai jenis industri yang dijalankan oleh perusahaan – perusahaan yang secara garis besar dapat dibagi menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan multinasional (MNC)

dan perusahaan domestik (DC). Perusahaan multinasional (MNC) adalah perusahaan yang basis usahanya mencakup kegiatan ekonomi antar negara (ekonomi global). Sedangkan perusahaan domestik (DC) adalah perusahaan

* Penulis adalah Alumnus STIE IBII.

** Penulis adalah Dosen STIE IBII untuk matakuliah Ekonomi Manajerial dan Manajemen Operasional.

*** Penulis adalah Dosen STIE IBII untuk matakuliah Manajemen Keuangan, Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya.

yang basis usahanya hanya mencakup kegiatan usaha di dalam negeri. Melihat perekonomian Indonesia yang akan memasuki era pasar bebas maka sangat perlu bagi setiap perusahaan multinasional untuk mengetahui struktur pendanaan yang akan dianutnya, khususnya jika struktur pendanaan tersebut berbeda dari perusahaan domestik, sedemikian rupa sehingga perusahaan dapat bersaing dengan perusahaan lain baik di dalam negeri maupun di luar negeri.

Struktur pendanaan adalah pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Pemilihan struktur pendanaan merupakan masalah yang menyangkut komposisi pendanaan yang akhirnya berarti penentuan berapa banyak hutang (*leverage*) yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivasinya. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari dalam maupun dari luar perusahaan. Dalam memilih sumber pendanaan, Henny Sulistianingsih (2001:29) menyebutkan bahwa ada dua kerangka teori yang mendasarinya yaitu teori statis dan *pecking order theory*. Keputusan pendanaan dengan teori statis adalah pendanaan berdasarkan struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan.

Adaoun *pecking order theory* merupakan teori yang menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan pada urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil, yaitu laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas.

Determinan struktur pendanaan sudah diteliti beberapa puluh tahun lalu, khususnya

sejak penelitian yang dilakukan oleh Modigliani dan Miller (1958). Mereka mengatakan bahwa jika struktur pendanaan perusahaan optimal maka nilai dari perusahaan akan menjadi maksimal.

Keputusan mengenai struktur pendanaan memiliki dampak yang besar bagi kekayaan pemegang saham. Struktur pendanaan yang optimal memiliki dampak bagi nilai perusahaan, keputusan *capital budgeting* dan pendapatan jangka panjang perusahaan. Oleh sebab itu, pemahaman tentang struktur pendanaan itu sangat penting untuk memahami cara memaksimalkan nilai perusahaan.

Sampai saat ini, penelitian mengenai struktur pendanaan perusahaan multinasional dan domestik masih sangat sedikit. Salah satu penelitian yang pernah dilakukan adalah penelitian mengenai perbedaan struktur pendanaan MNC dan DC di Amerika Serikat oleh Lee dan Kwok (1988: 195-217). Pada dasarnya, perbedaan antara struktur pendanaan perusahaan domestik dan perusahaan multinasional disamping disebabkan oleh pengaruh lingkungan luar, hal ini juga disebabkan oleh dua determinan dalam struktur modal perusahaan yang paling penting, yakni biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Lee dan Kwok mengatakankan bahwa perusahaan MNC memiliki rasio hutang lebih rendah daripada perusahaan DC. Perbedaan struktur pendanaan antara perusahaan MNC dan DC ini tergantung dari kedua jenis biaya tersebut. Jika biaya keagenan dan biaya kebangkrutan tinggi maka menyebabkan tingkat rasio hutang menurun. Bagaimanakah perbedaan struktur pendanaan antara perusahaan MNC dan DC ini di Indonesia?

Oleh karena itu, sangat menarik untuk diteliti determinan struktur pendanaan bagi perusahaan domestik dan perusahaan multinasional di Indonesia dengan berdasarkan penelitian empiris yang pernah dilakukan oleh Lee dan Kwok (1988) di Amerika Serikat, dan Shumi Akhtar (2002) di Australia. Penelitian ini dilakukan dengan berdasarkan pada bukti teoritis struktur pendanaan dan tes empiris pada perusahaan multinasional dan perusahaan domestik di Indonesia. Walaupun sampel penelitian ini diambil dari perusahaan di Indonesia, namun hasilnya dapat juga dimanfaatkan oleh perusahaan-perusahaan multinasional negara lain.

Sesuai dengan topik penulisan ini maka pembahasan dimulai dari bagaimana perbedaan struktur pendanaan perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik di Indonesia dilihat dari dua determinan utama struktur pendanaan, dan terakhir melihat apakah ada perbedaan antara tingkat *leverage* perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik di Indonesia.

Perumusan Masalah

Rumusan masalah penelitian ini difokuskan pada pokok masalah: "apakah ada perbedaan antara struktur pendanaan perusahaan multinasional dan perusahaan domestik di Indonesia dilihat dari determinan utama struktur pendanaan perusahaan".

Landasan Teori

Pada dasarnya, perbedaan antara struktur pendanaan perusahaan domestik dan perusahaan multinasional disamping disebabkan oleh

pengaruh lingkungan luar, seperti perbedaan nilai kurs, kondisi politik negara, dan lain-lain, juga disebabkan oleh dua determinan utama dalam struktur modal.

Secara teoritik berdasarkan pada faktor lingkungan internasional, dapat dikatakan bahwa perusahaan MNC memiliki rasio hutang lebih rendah daripada DC (Lee dan Kwok, 1988: 195-217). Dua determinan dalam struktur modal perusahaan yang paling penting adalah biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Jika biaya keagenan dan biaya kebangkrutan tinggi maka menyebabkan tingkat rasio hutang menurun.

Teori Keagenan dan Biaya Keagenan

Keagenan adalah hubungan antara pemberi kerja (*principal*) dan penerima tugas untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam kerangka kerja manajemen keuangan, hubungan keagenan terdapat (a) diantara pemegang saham dan manajer, dan (b) diantara pemegang saham dengan kreditor (pemberi pinjaman). Jika perusahaan berkembang maka sebagian kepemilikannya diberikan kepada publik atau investor luar sehingga jika pendiri dan pengelola melakukan tindakan yang menguntungkan pribadinya akan menimbulkan masalah keagenan. Masalah keagenan ini terjadi karena adanya *asymmetric information* antara pemilik dan manajer. *Asymmetric information* terdiri dari dua tipe, pertama adalah *adverse selection*. Pada tipe ini, pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dari pihak lain tidak akan mau melakukan perjanjian. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memiliki informasi lebih dibandingkan investor, misal-

nya dengan menyembunyikan, memanipulasi informasi yang diberikan kepada investor. Tipe kedua adalah *moral hazard*. *Moral hazard* terjadi kapanpun manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik demi keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik.

Menurut Stephen A. Ross (2001:918), biaya keagenan adalah biaya yang dikeluarkan untuk menyelesaikan konflik yang muncul antara pemegang saham dan manajer. Biaya keagenan ini adalah biaya ekstra yang harus dikeluarkan akibat masalah agen yang timbul, seperti biaya kontrak langsung (biaya transaksi, *opportunity cost* yang hilang, biaya insentif), biaya audit yang ditanggung pemilik untuk mengawasi agen, dan biaya kerugian pemilik akibat penyimpangan tindakan yang lolos dari pengawasan (*residual loss*).

Biaya keagenan perusahaan MNC lebih besar daripada biaya keagenan perusahaan DC karena beberapa alasan. Pertama, perusahaan MNC yang memiliki anak perusahaan di seluruh dunia mungkin menghadapi *agency problem* yang lebih besar karena sulitnya memonitor manajer dari anak perusahaan letaknya dari negara asal. Kedua, manajer-manajer anak perusahaan luar negeri tumbuh dalam budaya yang berbeda mungkin tidak mau mengejar tujuan yang seragam. Ketiga, besarnya ukuran dari perusahaan MNC raksasa juga bisa menciptakan *agency problem* yang besar.

Ketika struktur asset MNC diteliti, MNC diharapkan memiliki nilai intangible lebih tinggi daripada DC, karena MNC memiliki keunggulan monopolistik yang memungkinkan

mereka untuk menyaingi perusahaan lokal, (Shumi Akhtar, 2002:9) dan keunggulan ini mencerminkan nilai pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Oleh karena itu, biaya keagenan MNC akan lebih tinggi dan rasio hutang MNC akan menurun. Hal ini menunjukkan biaya keagenan dan tingkat *leverage* memiliki hubungan yang negatif. Di samping itu biaya pengawasan MNC lebih tinggi karena kegiatan usaha MNC lebih kompleks yang mana mencakup berbagai lingkungan politik negara (Jensen dan Meckling, 1976:305-360) dibandingkan dengan DC. Tingkat *leverage* MNC akan lebih rendah daripada DC.

Biaya kebangkrutan (*Bankruptcy Cost*)

Baxter (1967) dan Kraus & Litzenberger (1973) menggunakan konsep biaya kebangkrutan untuk mengemukakan tentang pengoptimalan struktur pendanaan. Masalah utama yang diperhatikan ketika meminjam uang adalah akan meningkatnya biaya kebangkrutan yang diharapkan. Biaya kebangkrutan yang diharapkan tergantung pada biaya kebangkrutan (kerugian penjualan) dan kemungkinan terjadinya kebangkrutan. Meningkatnya pendanaan oleh hutang akan meningkatkan peluang kebangkrutan dan meningkatnya biaya kebangkrutan yang diharapkan. Peluang kebangkrutan perusahaan sangat tergantung oleh faktor ekonomi, yakni risiko ekonomi yang berhubungan erat dengan industri dimana perusahaan berdiri, dan risiko keuangan yang dapat dikontrol oleh manajemen perusahaan. Dengan meningkatkan tingkat penggunaan hutang, hal ini akan meningkatkan risiko keuangan dan peluang kegagalan keuangan.

Di lingkungan internasional terdapat beberapa faktor yang memicu munculnya perbedaan biaya kebangkrutan di antara perusahaan multi-nasional dan perusahaan domestik, di antaranya adalah:

a. Peluang untuk melakukan diversifikasi

Dibandingkan dengan DC yang beroperasi di dalam lingkup ekonomi satu negara, MNC mungkin berafiliasi dengan banyak negara. Hal ini menimbulkan peluang bagi MNC untuk mengurangi biaya kebangkrutannya dibanding DC.

b. Risiko mata uang dan risiko politik

Politik suatu negara memiliki dampak terhadap kondisi ekonomi perusahaan. Depresiasi mata uang suatu negara dan meningkatnya tingkat inflasi akan mengakibatkan meningkatnya biaya kebangkrutan. Karena adanya diversifikasi internasional, risiko tersebut dapat dihilangkan.

Kraus Litzenberger (1973) berpendapat bahwa rasio hutang optimal dapat dicapai ketika marjinal pajak penghasilan dari pendanaan hutang sama dengan marjinal kerugian dari biaya kebangkrutan yang diharapkan. Biaya kebangkrutan yang diharapkan MNC lebih rendah dari DC, MNC dapat meraih lebih banyak utang dan mempertahankan rasio utang yang optimal. Biaya kebangkrutan yang tinggi menyebabkan tingkat *leverage* rendah.

Profitabilitas

Pecking order theory menunjukkan jika sebuah perusahaan lebih *profitable* maka pendanaannya lebih banyak berasal dari pendanaan secara internal. Hal ini karena pendanaan

eksternal membutuhkan biaya yang lebih tinggi dan berisiko. Ada hubungan yang negatif antara profitabilitas dengan utang. Semakin *profitable* sebuah perusahaan diharapkan memiliki pendanaan internal yang lebih tinggi, hal ini akan menyebabkan tingkat utang rendah. Oleh karena itu, profitabilitas memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat *leverage*.

Ukuran Perusahaan

Menurut Cooke (1991) bahwa "Perusahaan yang lebih besar memiliki keuntungan yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil karena perusahaan tersebut lebih dikenal oleh publik. Biaya transaksi perusahaan besar lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Perusahaan besar lebih mudah dijangkau publik, oleh karena itu memiliki biaya hutang yang lebih rendah dimana dipengaruhi oleh masalah informasi yang asimetris. MNC diharapkan memiliki ukuran perusahaan yang lebih besar daripada DC. Oleh karena itu, MNC diharapkan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi.

Tingkat Pertumbuhan

Tingkat pertumbuhan perusahaan dihitung dari persentase perubahan total aset. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi diharapkan memiliki tingkat *leverage* yang rendah. Hal ini disebabkan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi, lebih mudah melakukan investasi dengan menggunakan dana pemegang saham, sehingga tingkat *leverage* rendah.

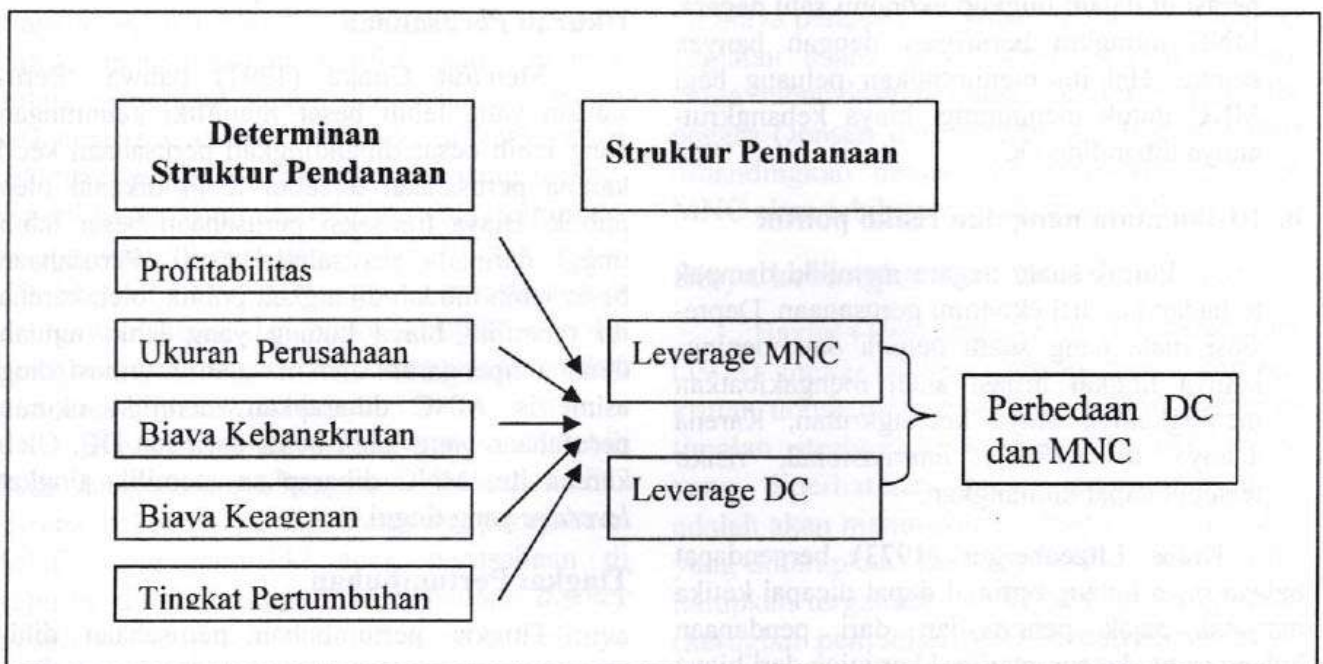
Teori Struktur Pendanaan

Tujuan umum perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan dengan meminimalkan biaya modal perusahaan. Oleh sebab itu, struktur pendanaan perusahaan ditampilkan

dari tingkat *leverage* perusahaan, dimana tingkat *leverage* dapat dilihat dari *debt-equity ratio*. Struktur pendanaan perusahaan pada umumnya dipengaruhi oleh beberapa determinan struktur

pendanaan. Determinan struktur pendanaan terdiri dari ukuran perusahaan, biaya kebangkrutan, biaya keagenan, tingkat profitabilitas dan ukuran perusahaan.

Gambar 1
Hubungan antara Tingkat *Leverage* dan Struktur Pendanaan



Dengan demikian hubungan antara tingkat *leverage* dan determinan struktur pendanaan secara matematik dapat dinyatakan sebagai: $Lev = F(AG^-, BC^-, PROF^-, SIZE^+, GR^-)$

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan landasan teori di atas, penelitian ini akan menguji pengaruh determinan

struktur pendanaan terhadap tingkat *leverage* perusahaan mutinasional (MNC) dan perusahaan domestik (DC), dengan hipotesis penelitian sebagai berikut.

1. Pengujian Biaya Keagenan

	MNC	DC
Ho :	Biaya keagenan MNC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Biaya keagenan DC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
H1 :	Biaya keagenan MNC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Biaya keagenan DC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.

2. Pengujian Biaya Kebangkrutan

	MNC	DC
Ho :	Biaya kebangkrutan MNC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Biaya kebangkrutan DC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
H1 :	Biaya kebangkrutan MNC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Biaya kebangkrutan DC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.

3. Pengujian Tingkat Profitabilitas

	MNC	DC
Ho :	Tingkat profitabilitas MNC tidak berpengaruh pada tkat <i>leverage</i> perusahaan.	Tingkat profitabilitas DC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
H1 :	Tingkat profitabilitas MNC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Tingkat profitabilitas DC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.

4. Pengujian Biaya Keagenan

	MNC	DC
Ho :	Biaya keagenan MNC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Biaya keagenan DC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
H1 :	Biaya keagenan MNC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Biaya keagenan DC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.

5. Pengujian Biaya Kebangkrutan

	MNC	DC
Ho :	Biaya kebangkrutan MNC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Biaya kebangkrutan DC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
H1 :	Biaya kebangkrutan MNC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Biaya kebangkrutan DC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.

6. Pengujian Tingkat Profitabilitas

	MNC	DC
Ho :	Tingkat profitabilitas MNC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Tingkat profitabilitas DC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
H1 :	Tingkat profitabilitas MNC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Tingkat profitabilitas DC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.

7. Pengujian Ukuran Perusahaan

	MNC	DC
Ho :	Ukuran perusahaan MNC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Ukuran perusahaan DC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
H1 :	Ukuran perusahaan MNC berpengaruh positif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Ukuran perusahaan DC berpengaruh positif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.

8. Pengujian Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

	MNC	DC
Ho :	Tingkat pertumbuhan MNC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Tingkat pertumbuhan DC tidak berpengaruh pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
H1 :	Tingkat pertumbuhan MNC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.	Tingkat pertumbuhan DC berpengaruh negatif pada tingkat <i>leverage</i> perusahaan.

9. Pengujian Perbedaan Dua Determinan Utama Struktur Pendanaan

Ho : Biaya kebangkrutan dan biaya keagenan MNC sama dengan DC
 H1 : Biaya kebangkrutan dan biaya keagenan MNC tidak sama dengan DC

10. Pengujian Perbedaan Tingkat *Leverage* Perusahaan

Ho : MNC memiliki tingkat *leverage* yang sama dengan DC
 H1 : MNC memiliki tingkat *leverage* yang tidak sama dengan DC

Metoda Studi

Data Penelitian

Perusahaan-perusahaan yang menjadi obyek pada penelitian ini adalah perusahaan multinasional (MNC) dan perusahaan domestik (DC) Indonesia yang tercatat di BEJ pada tahun 1999-2003.

Variabel Penelitian

Dua jenis variabel digunakan dalam penelitian ini, yaitu variabel bebas dan variabel terikat. Variabel terikat adalah tingkat *leverage* perusahaan. Variabel bebas adalah biaya keagenan (AG), biaya kebangkrutan (BC), ukuran perusahaan (SIZE), tingkat pertumbuhan (GR), dan profitabilitas perusahaan (PROF).

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *multistage sampling with purposive*. Langkah pertama yang dilakukan adalah penge-

lompokkan semua perusahaan ke dalam perusahaan multinasional dan perusahaan domestik. Kemudian, langkah kedua adalah mengelompokkan masing-masing perusahaan ke dalam jenis industrinya. Langkah ketiga adalah memilih secara acak perusahaan-perusahaan yang akan dijadikan sampling berdasarkan jumlah asset paling besar. Perusahaan multinasional dan domestik yang terpilih sebagai sampel penelitian ini dapat dilihat pada tabel lampiran.

Metoda Analisis Data

Untuk menguji variable-variabel determinan struktur pendanaan yang mempengaruhi tingkat *leverage* perusahaan digunakan model regresi linear berganda dengan terlebih dulu memeriksa asumsi-asumsi klasik (BLUE) yang harus dipenuhi model regresi.

Bentuk matematik analisis regresi linier berganda yang akan diestimasi adalah:

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 (AG) + \beta_2 (GROWTH) + \beta_3 (BC) + \beta_4 (SIZE) + \beta_5 (PROF) + \varepsilon$$

Pengujian ini digunakan untuk mengetahui apakah ada hubungan linear yang berarti antara variabel terikat dengan variabel bebas dalam corak pengaruh. Hipotesis yang akan diuji adalah: $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$ versus H_A : Paling sedikit ada satu $\beta_i \neq 0$ Dengan kriteria keputusan: Bila $F_{hit} > F_{\alpha}(v_1, v_2)$ atau $P\text{-value} < \alpha$ maka tolak H_0 , dan bila $F_{hit} \leq F_{\alpha}(v_1, v_2)$ atau $P\text{-value} \geq \alpha$ maka terima H_0 .

Sedangkan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel bebas digunakan uji koefisien regresi masing-masing variabel t -student, dengan hipotesis yang akan diuji: $H_0 : \beta_i = 0$ versus $H_A : \beta_i \neq 0$ Dengan kriteria keputusan: Bila $t_{hit} > t_{\frac{\alpha}{2}}(n-k)$ atau $P\text{-value} < \alpha$ maka tolak H_0 , dan bila $t_{hit} \leq t_{\frac{\alpha}{2}}(n-k)$ atau $P\text{-value} \geq \alpha$ maka terima H_0 .

Untuk melihat perbedaan struktur pendanaan MNC dengan struktur pendanaan DC digunakan pengujian *Chow-test* dengan menguji kesamaan koefisien-koefisien model regresi dari sampel observasi yang berbeda. Chow

(1960) dalam Sritua Arief (1993:139) telah memformulasikan cara pengujian yang digunakan untuk menguji kesamaan koefisien-koefisien model regresi dari sampel observasi yang berbeda, dengan statistik uji:

$$F_{hit} = \frac{RSS_5 / k}{RSS_4 / (N_1 + N_2 - 2k)} \sim F_{\alpha(k, n_1 + n_2 - 2k)}$$

Tolak H_0 , bila $F_{hit} > F_{\alpha(k, n_1 + n_2 - 2k)}$ dan bila $F_{hit} \leq F_{\alpha(k, n_1 + n_2 - 2k)}$ maka Terima H_0 .

Catatan:

Untuk menghitung RSS_5 dan RSS_4 lakukan regresi gabungan observasi untuk N_1 dan N_2 . Dari regresi ini diperoleh nilai Residual Sum of Squares (RSS_1), yang disebut dengan degrees of freedom (df) = $N_1 + N_2 - k$. Simbol k menunjukkan jumlah parameter termasuk

konstan. Kemudian regresikan secara terpisah untuk data observasi N_1 dan data observasi N_2 dan peroleh nilai RSS_2 dan RSS_3 dengan df masing-masing sebesar $N_1 - k$ dan $N_2 - k$. Dapatkan $RSS_4 = RSS_2 + RSS_3$ dengan $df = N_1 + N_2 - 2k$ kemudian hitung nilai $RSS_5 = RSS_1 - RSS_4$

Analisis dan Pembahasan

1. Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1
Statistik Deskriptif DC

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LEVdc	100	.161866	1.437204	.73512010	.261194801
AG	100	.000231	1.264249	.16008636	.192749162
GROWTH	100	-.775674	.859531	.05948884	.196590644
BC	100	.000929	.374812	.04317015	.058141787
SIZE	100	26.568308	32.523324	30.11458928	1.308657626
PROF	100	-.200246	.421645	.03949903	.102106410
Valid N (listwise)	100				

Sumber : data yang diolah

Tabel 2
Statistik Deskriptif MNC

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LEVmnc	100	.027877	2.984702	.61781693	.380504510
AG	100	.001579	.857809	.14886204	.187460420
GROWTH	100	-2.166905	.553122	-.03650106	.354411127
BC	100	.004593	.805292	.06460564	.096925886
PROF	100	-.924808	.521164	.06766663	.169731165
SIZE	100	25.014939	30.942394	27.86670083	1.292783173
Valid N (listwise)	100				

Sumber : data yang diolah

Kedua tabel diatas menunjukkan bahwa tingkat *leverage* MNC lebih rendah daripada tingkat *leverage* DC. Biaya keagenan MNC lebih kecil daripada DC, walaupun perbedaan yang timbul tidak

begitu besar. Tingkat pertumbuhan dan ukuran perusahaan MNC di Indonesia pada umumnya lebih kecil daripada DC. Biaya kebangkrutan dan tingkat profitabilitas MNC di Indonesia lebih besar daripada DC.

Tabel 3
Korelasi MNC

	LEVmnc	AG	GROWTH	BC	PROF	SIZE	
Pearson Correlation	LEVmnc	1.000	-.254	-.295	.578	-.186	-.026
	AG	-.254	1.000	.150	-.082	.249	-.064
	GROWTH	-.295	.150	1.000	-.288	.258	.023
	BC	.578	-.082	-.288	1.000	.098	-.424
	PROF	-.186	.249	.258	.098	1.000	-.044
	SIZE	-.026	-.064	.023	-.424	-.044	1.000
Sig. (1-tailed)	LEVmnc		.005	.001	.000	.032	.398

Sumber : data yang diolah

Tabel 3 menunjukkan hubungan tingkat *leverage* MNC dengan determinan struktur pendanaan. Biaya keagenan MNC memiliki korelasi negatif dengan tingkat *leverage* MNC sebesar -0.254. Hal ini konsisten dengan teori yang mengatakan

bahwa semakin tinggi biaya keagenan maka tingkat *leverage* akan semakin rendah. Tingkat pertumbuhan MNC berko-relasi negatif dengan tingkat *leverage* MNC sebesar -0.295. Penelitian ini konsisten dengan teori bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berkorelasi

negatif dengan tingkat *leverage*. Biaya kebangkrutan MNC berkorelasi positif dengan tingkat *leverage* MNC sebesar 0.578. Hasil ini menunjukkan biaya kebangkrutan perusahaan MNC di Indonesia tidak konsisten dengan penelitian Lee dan Kwok bahwa semakin tinggi biaya kebangkrutan maka tingkat *leverage* akan semakin rendah. Tingkat profitabilitas MNC berkorelasi nega-

tif dengan tingkat *leverage* MNC sebesar -0.186. Hasil penelitian ini konsisten dengan pendapat Myer (1977) bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi, cenderung untuk memperoleh sumber pendanaan secara internal. Jadi semakin *profitable* suatu perusahaan maka tingkat *leverage* semakin rendah. Ukuran perusahaan memiliki korelasi negatif sangat lemah dengan tingkat *leverage* MNC sebesar -0.026.

Tabel 4
Korelasi DC

		LEVdc	AG	GROWTH	BC	SIZE	PROF
Pearson Correlation	LEVdc	1.000	.061	-.049	.256	.335	-.433
	AG	.061	1.000	.197	.169	.383	.039
	GROWTH	-.049	.197	1.000	.240	.149	-.070
	BC	.256	.169	.240	1.000	.173	-.180
	SIZE	.335	.383	.149	.173	1.000	-.256
	PROF	-.433	.039	-.070	-.180	-.256	1.000
Sig. (1-tailed)	LEVdc		.272	.313	.005	.000	.000

Sumber : data yang diolah

Tabel 4 menunjukkan hubungan antara tingkat *leverage* DC dan determinan struktur pendanaan. Biaya keagenan DC berkorelasi positif sangat lemah dengan tingkat *leverage* DC sebesar 0.061. Hasil ini tidak konsisten dengan Jensen dan Meckling (1976) bahwa semakin tinggi biaya keagenan maka tingkat *leverage* perusahaan menurun (berkorelasi negatif). Tingkat pertumbuhan DC memiliki korelasi negatif sangat lemah dengan tingkat *leverage* DC sebesar -0.049. Hasil ini konsisten dengan tingkat pertumbuhan perusahaan yang berkorelasi negatif dengan tingkat *leverage*. Biaya kebangkrutan DC berkorelasi positif dengan tingkat *leverage* DC sebesar 0.256. Hasil penelitian perusaha-

an MNC di Indonesia tidak konsisten dengan penelitian Lee dan Kwok. Tingkat profitabilitas DC berkorelasi negatif dengan tingkat *leverage* DC sebesar -0.433. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh Myer (1977). Dia mengatakan bahwa semakin *profitable* suatu perusahaan maka diharapkan memiliki tingkat pendanaan internal perusahaan yang semakin tinggi, hal ini menyebabkan tingkat *leverage* perusahaan menurun. Ukuran perusahaan DC memiliki korelasi positif dengan tingkat *leverage* DC sebesar 0.335. Penelitian pada perusahaan domestik ini konsisten dengan penelitian Smith (1977) bahwa perusahaan besar akan memiliki tingkat *leverage* tinggi dan perusahaan kecil akan memiliki tingkat *leverage* lebih rendah.

2. Analisis Regresi *Linear* Berganda

Tabel 5
Koefisien Regresi MNC

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.514	.703		-2.153	.034
	AG	-.257	.160	-.127	-1.610	.111
	GROWTH	-3.465E-02	.089	-.032	-.388	.699
	BC	2.681	.351	.683	7.628	.000
	PROF	-.453	.183	-.202	-2.476	.015
	SIZE	7.271E-02	.025	.247	2.935	.004

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.684	.467	.439	.284959968

Sumber : data yang diolah

Tabel 6
Koefisien Regresi DC

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.721	.589		-1.225	.224
	AG	-2.920E-02	.132	-.022	-.222	.825
	GROWTH	-.202	.121	-.152	-1.669	.098
	BC	.861	.414	.192	2.081	.040
	SIZE	4.885E-02	.020	.245	2.474	.015
	PROF	-.885	.236	-.346	-3.744	.000

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.536	.287	.249	.226325340

Sumber : data yang diolah

Model estimasi regresi linear berganda yang terbentuk dari tabel 5 dan tabel 6 adalah:

$$LEV_{mnc} = -1.514 + (-0.257)AG + (-0.03465)GROWTH + 2.681BC + (-0.453)PROF + 0.07271SIZE$$

$$LEV_{DC} = -0.721 + (-0.0292)AG + (-0.202)GROWTH + 0.861BC + (-0.885)PROF + 0.04885SIZE$$

Model regresi LEV_{mnc} menunjukkan 43.9% keragaman variabel *leverage* dapat dijelaskan oleh keragaman variabel-variabel bebas AG, GROWTH, BC, PROF dan SIZE. Sisanya dipengaruhi oleh keragaman faktor lain, seperti risiko politik, fluktuasi mata uang, dan lain-lain. *Standar error* dari model regresi ini 0.28495.

Model regresi LEV_{dc} menunjukkan 28.7% keragaman variabel *leverage* dapat dijelaskan oleh keragaman variabel-variabel bebas AG, GROWTH, BC, PROF dan SIZE. Sisanya dipengaruhi oleh keragaman faktor lain. *Standar error* dari model regresi ini 0.22632.

Dengan taraf $\alpha = 10\%$, pada model regresi DC, variabel-variabel bebas Growth, BC, SIZE dan PROF berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage* DC. Namun, biaya keagenan DC tidak berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage* DC.

Sedangkan pada model regresi MNC, variabel-variabel bebas BC, PROF dan SIZE berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage* MNC. Namun, biaya keagenan dan tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage* MNC.

Biaya keagenan MNC dan biaya keagenan DC sama-sama tidak berpengaruh signifikan secara negatif pada tingkat *leverage* perusahaan. Biaya keagenan MNC dan biaya keagenan DC tidak terlalu berbeda. Hasil penelitian ini berbeda dengan teori yang dikemukakan oleh Burgman (1996), dimana biaya keagenan berpengaruh signifikan negatif pada tingkat *leverage* perusahaan, sementara tingkat biaya keagenan MNC dan DC berbeda secara signifikan. Namun, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Shumi Akhtar di Australia (2002), dimana biaya keagenan MNC dan DC sama-sama tidak berpengaruh signifikan secara negatif pada tingkat *leverage* perusahaan.

Tingkat pertumbuhan MNC tidak berpengaruh signifikan secara negatif pada tingkat *leverage* perusahaan. Sedangkan, tingkat pertumbuhan DC berpengaruh signifikan secara negatif pada tingkat *leverage* perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Shumi Aktar di Australia, dimana tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif pada tingkat *leverage* perusahaan.

Namun, berbeda dari penelitian Shumi Akhtar yang memperoleh hasil bahwa tingkat pertumbuhan MNC dan DC di Australia sama-sama berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage* perusahaan. Penelitian di Indonesia ini menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan DC berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage* perusahaan, sedangkan tingkat pertumbuhan MNC tidak berpengaruh signifikan.

Biaya kebangkrutan MNC dan DC sama-sama berpengaruh signifikan positif pada tingkat *leverage* perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Lee dan Kwok di Amerika dan Shumi Akhtar di Australia. Mereka berpendapat bahwa biaya kebangkrutan berpengaruh negatif pada tingkat *leverage* perusahaan.

Tingkat profitabilitas MNC dan DC sama-sama berpengaruh signifikan secara negatif pada tingkat *leverage* perusahaan. Hal ini konsisten dengan penelitian Shumi Akhtar di Australia, dimana profitabilitas berpengaruh negatif pada tingkat *leverage* perusahaan.

Ukuran perusahaan MNC dan DC sama-sama berpengaruh signifikan secara positif pada tingkat *leverage* perusahaan. Ukuran perusahaan yang semakin besar akan mendorong perusahaan meningkatkan tingkat *leverage*. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Shumi Akhtar di Australia dan Lee dan Kwok di Amerika dimana ukuran perusahaan berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage* MNC maupun DC.

Berdasarkan hasil pengujian perbedaan dua rata-rata, diperoleh bahwa tingkat biaya

kebangkrutan MNC dan biaya kebangkrutan DC berbeda secara signifikan. Hasil penelitian ini konsisten dengan Lee dan Kwok, dimana biaya kebangkrutan MNC dan DC di Amerika berbeda secara signifikan. Namun terdapat perbedaan antara hasil penelitian di Indonesia dan di Amerika, dimana rata-rata biaya kebangkrutan MNC di Amerika lebih rendah daripada rata-rata biaya kebangkrutan DC di Amerika. Sedangkan di Indonesia, rata-rata biaya kebangkrutan MNC lebih besar daripada rata-rata biaya kebangkrutan DC.

Berdasarkan hasil pengujian perbedaan rata-rata biaya keagenan di Indonesia, diperoleh bahwa biaya keagenan MNC dan biaya keagenan DC tidak berbeda secara signifikan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Lee dan Kwok di Amerika dimana biaya keagenan MNC dan DC berbeda secara signifikan.

3. Perbedaan Tingkat *Leverage* Perusahaan Multinasional dan Domestik

Dari hasil pengujian Chow-test diperoleh $F_{hitung} = 1.917766048 > F_{0.1(6,188)} \cong 1.77$ yang menunjukkan cukup bukti bahwa koefisien-koefisien variabel bebas kedua model regresi tersebut berbeda secara signifikan. Untuk menunjukkan perbedaan tingkat *leverage* MNC dengan DC selanjutnya dapat ditunjukkan secara grafis berdasarkan substitusi nilai rata-rata setiap variabel ke dalam model estimasi regresi perusahaan MNC dan DC. Variabel bebas model regresi yang difokuskan adalah variabel bebas yang berpengaruh signifikan pada kedua model regresi tersebut.

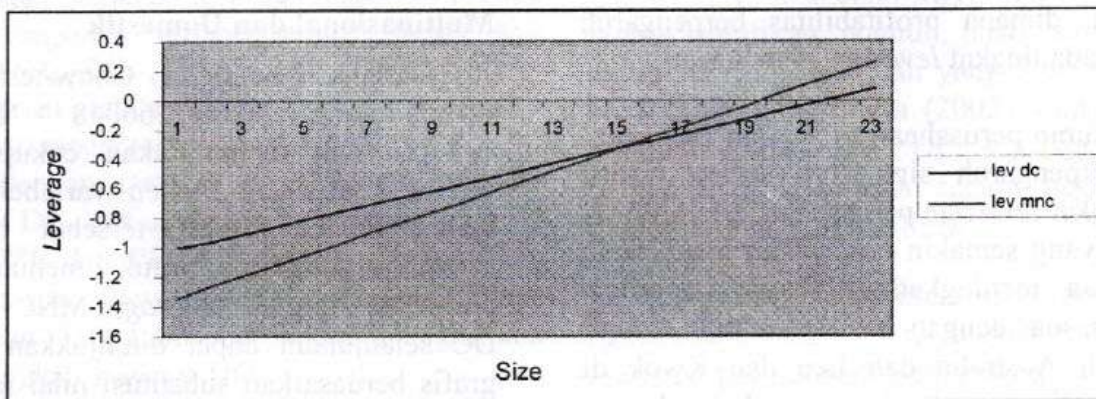
Grafik 1
PERBEDAAN MNC DAN DC PADA LEVERAGE – BIAYA KEBANGKRUTAN, CETERIS PARIBUS



Sumber: data yang diolah

Tampak dari grafik Lev-BC untuk MNC lebih tinggi daripada Lev-BC untuk DC. Semakin besar biaya kebangkrutan, semakin lebar perbedaan tingkat *leverage* perusahaan MNC dan DC.

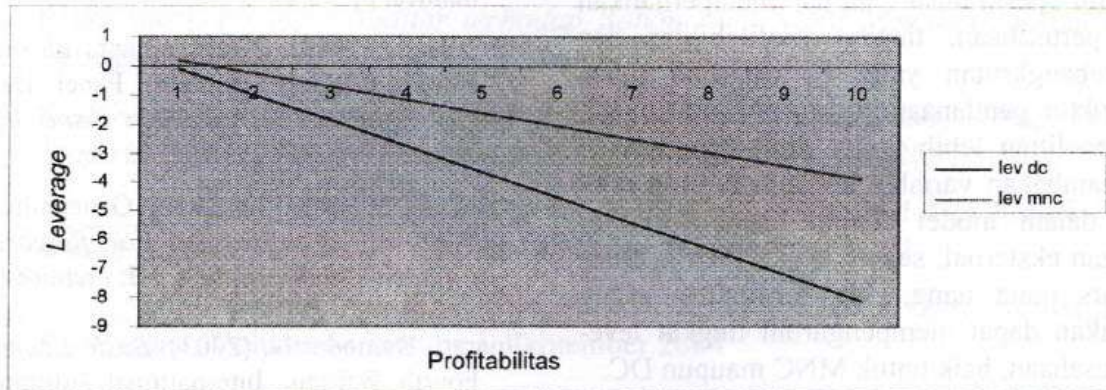
Grafik 2
PERBEDAAN MNC DAN DC PADA LEVERAGE – SIZE, CETERIS PARIBUS



Sumber: data yang diolah

Tampak dari grafik Lev-SIZE untuk MNC lebih rendah daripada Lev-Size DC sepanjang ukuran perusahaan < 15. Dengan kata lain, semakin positif *leverage* karena semakin besarnya ukuran perusahaan, maka tingkat *leverage* MNC lebih tinggi daripada tingkat *leverage* DC.

Grafik 3
PERBEDAAN MNC DAN DC PADA LEVERAGE – PROFITABILITAS,
CETERIS PARIBUS



sumber : data yang diolah

Hubungan antara tingkat *leverage* perusahaan dan tingkat profitabilitas MNC dan DC jika variabel lain dianggap *ceteris paribus* adalah keduanya berbeda secara signifikan, dimana hal ini tampak dari grafik Lev-PROF untuk MNC lebih tinggi daripada Lev-PROF untuk DC. Semakin tinggi profitabilitas, semakin lebar perbedaan tingkat *leverage* perusahaan MNC dan DC.

Simpulan dan Rekomendasi

Berdasarkan hasil pengujian data dan analisis regresi yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan:

- (1) Struktur pendanaan perusahaan multinasional dan perusahaan domestik berbeda secara signifikan. Tingkat profitabilitas perusahaan, biaya kebangkrutan dan ukuran perusahaan sama-sama berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage* perusahaan. Biaya keagenan perusahaan tidak berpenga-

ruh signifikan pada tingkat *leverage* perusahaan multinasional maupun domestik. Tingkat pertumbuhan perusahaan domestik berpengaruh signifikan pada tingkat *leverage*, sedangkan tingkat pertumbuhan perusahaan multinasional tidak berpengaruh pada tingkat *leverage*.

- (2) Biaya kebangkrutan MNC berbeda signifikan dari biaya kebangkrutan DC, sedangkan biaya keagenan MNC tidak berbeda dari biaya keagenan DC.
- (3) berdasarkan hasil pengujian Chow Test, terlihat adanya perbedaan yang signifikan antara tingkat *leverage* perusahaan MNC dan perusahaan DC. Semakin besar biaya kebangkrutan maka semakin lebar perbedaan tingkat *leverage* perusahaan MNC dan DC, demikian juga seakin tinggi profitabilitas maka semakin lebar perbedaan tingkat *leverage* perusahaan MNC dan DC.

Sebagai tindak lanjut dari hasil penelitian ini, maka direkomendasikan kepada MNC dan DC untuk memaksimalkan nilai perusahaannya. Untuk itu perusahaan harus memperhatikan ukuran perusahaan, tingkat profitabilitas dan biaya kebangkrutan yang berpengaruh nyata pada struktur pendanaan perusahaan. Selain itu, untuk penelitian lebih lanjut direkomendasikan pula penambahan variable bebas lain yang relevan ke dalam model dengan meneliti faktor lingkungan eksternal, seperti risiko politik, fluktuasi kurs mata uang, dan sebagainya, yang diperkirakan dapat mempengaruhi tingkat leverage perusahaan, baik untuk MNC maupun DC.

Daftar Pustaka

- Akhtar Shumi, 2002, "Australian Multinational and Domestic Corporation Capital Structure Determinants", *Journal of International Business Studies*.
- Barclay, Michael J., Smith Jr., dan Ross L. Watts, 1998, "The Determinations of Corporate Leverage and Dividend Policies" dalam Donald H. Chew, Jr. (1999), *The New Corporate Finance*, 2nd ed., Malaysia: Irwin McGraw-Hill.
- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis", *Journal of Finance*, Spring edition.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, 6th ed., International Edition, New York: McGraw-Hill, Inc.
- Bursa Efek Jakarta, 2003, "Indonesian Capital Market Directory", *Institute For Economic and Financial Research*.
- Darrough, Masako N., Neal M Stoughton, 1986, "Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure", *The Journal of Finance*, Vol XLI, No. 2, pp 501-513.
- Fama, Eugene F and Kenneth R. French, 1989, "Business Conditions and Expected Return on Stock and Bonds". *Journal of Financial Economics*, pp 23-49.
- Fitri, Santi. (2003), "Determinants of Indonesian Firm's Capital Structure: Panel Data Analysis", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No. 3.
- Fogler, H. Russel., Sundaram Ganapathy (1982), *Financial Econometrics For Researchers In Finance and Accounting*, NJ: Prentice-Hall, Inc.
- Gujarati, Damodar N. (2003), *Basic Econometrics*. Fourth Edition, International Edition. New York: Mc-Graw Hill/Irwin.
- Hair, Joseph F., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, and William C. Black, 1998, *Multivariate Data Analysis*, 5th edition, New Jersey: Prentice-Hall International, Inc.
- Harris Milton and Raviv, 1991, "The theory of Capital Structure: Model Based on Agency Costs" *The Journal of Finance*, Vol XLV, No 1.
- Henny, Sulistianingsih. (2001), "Faktor yang Mempengaruhi Pemilihan Sumber Pendanaan", *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol 1, 28 -39.
- Homaifar, Ghassem, et al (1994), "An Empirical Model Of Capital Structure Some of Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting* 21, 1-14.
- Israel Ronen, 1992, "Capital and Ownership Structures, and The Market for Corporate Control" *The Review of Financial Studies*. Vol 5, No 2.
- Jensen, Michael C. Meckling, 1976, "Theory of Firm Theory of Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3, pp 305-360.