

ANALISIS DEBT FINANCING PADA PERUSAHAAN INTERNASIONAL DAN PERUSAHAAN DOMESTIK YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Nilmawati

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta
Jl. SWK (Ringroad Utara) Condong Catur, Yogyakarta 55283

Abstract: *The purpose of the research was to analyze and find empirical evidence of the effect of categories of companies (international and domestic) on the level of debt using in the listed companies in Indonesian Stock Exchange by controlling variables such as: risk, profitability, size, tangible fixed asset, growth, and agency problem. Multiple linier regression and chow test were used for instrument analysis. The results showed that firm category did not effect the level of debt using, and there were only 2 control variables (profitability and agency) affecting the level of debt using.*

Key words: *debt, domestic, international.*

Perusahaan yang sedang tumbuh dan berkembang memerlukan modal yang cukup besar untuk kelanjutan usaha. Modal tersebut dapat berasal dari utang maupun ekuitas. Apakah perusahaan akan menggunakan utang secara keseluruhan, ekuitas secara keseluruhan, atau kombinasi antara keduanya, keputusan tentang hal ini terkait dengan keputusan tentang struktur modal (*capital structure*). Menurut Abor (2005), keputusan tentang struktur modal merupakan hal penting bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan kebutuhan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan juga pengaruhnya pada kemampuan perusahaan untuk bersaing di lingkungan bisnis. Struktur modal merupakan

salah satu faktor penting yang menentukan keberlanjutan pertumbuhan perusahaan (Madan, 2007). Kebijakan struktur modal melibatkan *trade-off* antara risiko dan *return*. Menggunakan lebih banyak utang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham. Akan tetapi menggunakan lebih banyak utang juga akan memperbesar *return* yang diharapkan (*expected rate of return*). Risiko yang makin tinggi cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Oleh karena itu, struktur modal yang optimum harus berada pada keseimbangan antara risiko dan *return* yang memaksimalkan harga saham (Brigham dan

Korespondensi dengan Penulis:

Nilmawati: Telp. +62 274 486 733 Ext.222

E-mail: nilmaoke@yahoo.com

perusahaan internasional dibanding perusahaan domestik.

PECKING ORDER HYPOTHESIS

Adalah teori yang mendasarkan keputusan pendanaan yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari sumber internal terlebih dahulu, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi. Jika sumber internal tidak mencukupi maka perusahaan baru akan menggunakan sumber eksternal. Penggunaan sumber eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai dibandingkan dalam bentuk emisi saham. Ada dua alasan yang dikemukakan: pertama biaya emisi, biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru. Kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru akan dipersepsikan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun.

Selain pertimbangan biaya emisi dan menghindari persepsi yang berbeda dari pemodal, penggunaan hutang memberikan keuntungan bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi lebih rendah. Keuntungan lainnya, adalah *debtholder* hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakanklaim bagi pemilik perusahaan.

SIGNALING THEORY

Signal adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan

mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan menggunakan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang melebihi target struktur modal yang normal (Brigham dan Houston, 2001). Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan isyarat bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun.

AGENCY THEORY

Manajemen merupakan agen dari pemilik perusahaan/pemegang saham. Para pemilik berharap agen akan bertindak untuk kepentingan mereka. Untuk itu, manajemen harus diberikan intensif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti, pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tersebut tentu saja membutuhkan biaya yang disebut biaya agensi (*agency cost*). Biaya agensi merupakan biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Salah satu pendapat dalam teori agensi adalah siapapun yang menimbulkan biaya pengawasan, biaya yang timbul merupakan tanggungan pemegang saham (Horne dan Wachowicz, 1998). Contoh, pemegang obligasi mengantisipasi biaya pengawasan dengan membebankan bunga yang lebih tinggi. Semakin besar peluang timbulnya pengawasan, semakin

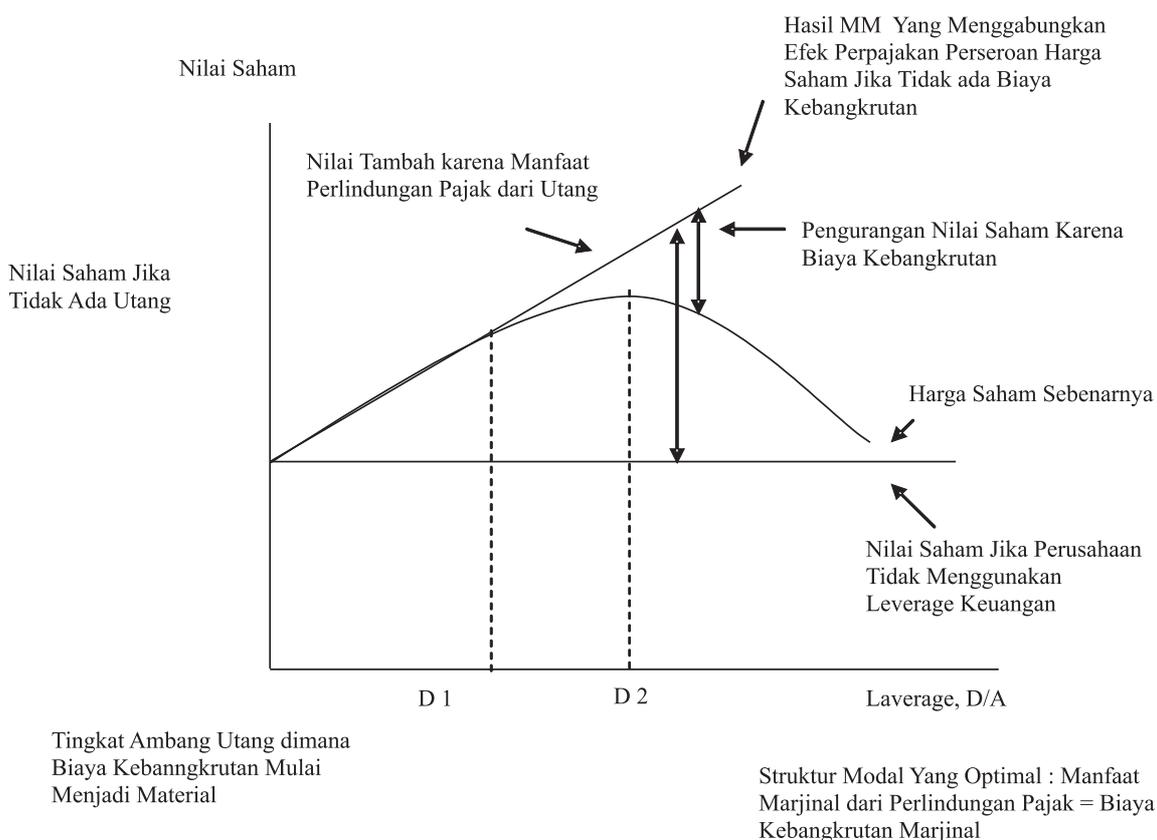
tinggi tingkat bunga dan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham. Jumlah pengawasan yang diminta oleh pemegang obligasi akan meningkat seiring dengan meningkatnya jumlah obligasi yang beredar.

TRADE-OFF THEORY

Teori ini menyebutkan, bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Teori ini tercermin dalam gambar 1. Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan, yang mengakibatkan utang lebih murah daripada saham biasa. Akibatnya, pemerintah membayar sebagiandari biaya model yang bersumber dari

utang, atau dengan kata lain, utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Hasilnya penggunaan utang mengakibatkan peningkatan porsi laba operasi perusahaan (EBIT) yang mengalir ke investor. Jadi, semakin besar utang perusahaan, semakintinggi nilainya dan harga sahamnya. Berdasarkan asumsi Modigliani-Miller tentang pajak, harga saham perusahaan akan dimaksimalkan jika menggunakan 100% utang, dan tercermin dari garis yang disebut Hasil MM yang menggabungkan efek pajak perseroan.

Dalam kenyataannya, jarang ada perusahaan yang menggunakan utang 100%. Salah satu alasannya adalah kenyataan bahwa pemegang saham mendapat keuntungan dari pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Lebih penting lagi, perusahaan membatasi penggunaan utang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan.



Gambar 1. Hubungan Utang, Suku Bunga dan Biaya Kebangkrutan

Pada suatu tingkat utang yang merupakan ambang batas, disebut titik D1 pada gambar 1, dimana untuk jumlah utang yang lebih rendah dari tingkat tersebut, kemungkinan kebangkrutan sangat kecil sehingga tidak material. Akan tetapi, setelah titik D1 terlampaui, biaya berkaitan kebangkrutan akan semakin besar, dan hal itu semakin mengurangi manfaat pajak yang disebabkan oleh utang. Dalam kisaran D1 ke D2 biaya kebangkrutan mengecil, tetapi belum menghapus sama sekali manfaat pajak dari utang sehingga harga saham naik (meskipun kenaikannya makin kecil) dengan bertambahnya jumlah utang. Tetapi, setelah titik D2 jumlah biaya kebangkrutan melebihi keringanan pajak sehingga mulai titik ini peningkatan rasio utang akan menurunkan nilai saham. Karena itu D2 menunjukkan struktur modal yang optimal. D1 dan D2 berbeda-beda di antara perusahaan tergantung pada risiko bisnis dan biaya kebangkrutan mereka.

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENGGUNAAN HUTANG

Secara teoritis, perusahaan-perusahaan internasional yang mendiversifikasi usahanya ke beberapa negara mempunyai kesempatan untuk menggunakan lebih banyak utang dibandingkan dengan perusahaan domestik. Hal ini dikarenakan perusahaan multinasional mampu untuk mendiversifikasikan *cash flow* mereka, karena itu memiliki potensi fluktuasi laba serta risiko kebangkrutan yang lebih kecil. Faktor lain yang menyebabkan penggunaan hutang yang lebih tinggi dari perusahaan multinasional adalah *liquidity* dan *hedging*. *Liquidity* terkait dengan kemampuan untuk memperoleh sumber dana secara global dan *hedging* adalah kemampuan untuk mengurangi risiko nilai tukar (*exchange rate*). Perusahaan multinasional dengan aset yang didenominasi dengan nilai tukar asing lebih

tinggi, dapat mengelola risiko nilai tukar mereka dengan meminjam utang dalam mata uang asing (Gonec, 2005). Penelitian yang dilakukan Gonec (2005), menunjukkan bahwa perusahaan internasional menggunakan lebih banyak utang dibandingkan perusahaan domestik untuk perusahaan-perusahaan di Turki.

Risiko kebangkrutan perusahaan merupakan salah satu hal yang dapat mempengaruhi penggunaan hutang pada suatu perusahaan. Fluktuasi dari laba operasi dapat digunakan sebagai ukuran risiko kebangkrutan ini. Perusahaan dengan fluktuasi laba operasi yang tinggi memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi, diharapkan tidak menggunakan utang yang banyak. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi menggunakan utang relatif kecil. Profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaannya dengan dana yang dihasilkan secara internal.

Perusahaan yang mempunyai *tangible fixed asset* yang besar menjadikannya lebih terjamin, sehingga membantu perusahaan untuk dapat memperoleh lebih banyak utang. Aktiva multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung memiliki proyek yang lebih berisiko. Penggunaan utang yang tinggi menimbulkan biaya agensi dan melindungi perusahaan dari risiko investasi. Oleh karena itu perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi lebih memilih tingkat utang yang rendah.

Perusahaan yang berukuran besar cenderung untuk menggunakan utang lebih banyak, hal ini dikarenakan mereka mempunyai tingkat probabilitas kebangkrutan yang lebih rendah. Ukuran berkaitan dengan risiko dan biaya kebangkrutan. Perusahaan yang lebih besar

H₈ : Koefisien regresi untuk faktor karakteristik perusahaan (risk, profitability, size, *tangible fixed asset*, *growth*, dan *agency*) berbeda antara kategori perusahaan internasional dengan kategori perusahaan domestik

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dengan kriteria tertentu yang dikehendaki oleh peneliti. Adapun kriteria yang digunakan adalah: perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006 dan memberikan laporan keuangan lengkap. Jumlah sampel yang diperoleh sebanyak 132 perusahaan.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini antara lain : nilai penjualan/penerimaan perusahaan, utang perusahaan, tingkat keuntungan perusahaan, nilai aset perusahaan, harga saham dan jumlah saham yang beredar dan nilai buku perusahaan. Data-data tersebut terutama diperoleh dari Bursa Efek Jakarta, *Indonesian Capital Market Directory*, *Jakarta Stock Exchange Monthly Statistic*.

Identifikasi Variabel

Untuk menguji hipotesis yang ada dalam penelitian ini, maka variabel-variabel yang digunakan adalah :

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Debt Ratio*, yaitu jumlah utang jangka pendek dan jangka panjang perusahaan dibagi dengan *Total Asset*.

Variabel Independen (X)

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian adalah kategori perusahaan: Internasional atau Domestik. Variabel ini merupakan variabel *dummy*, angka 1 untuk perusahaan internasional dan angka 0 untuk perusahaan domestik. Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan internasional jika melakukan penjualan produknya ke luar negeri, jika tidak melakukan dikategorikan sebagai perusahaan domestik. Dari pengkategorian ini diperoleh 23 perusahaan adalah kategori internasional dan 109 perusahaan kategori perusahaan domestik.

Variabel Kontrol

Risiko kebangkrutan (*Risk*), diukur dengan menggunakan standar deviasi dari rasio EBIT/Total Asset selama lima tahun sebelumnya.

Tingkat profitabilitas (*Profitability*), diukur dengan rasio *EAT/Total Asset*

Tangible Fixed Asset digunakan untuk mengukur jaminan yang dimiliki perusahaan. Ukuran yang digunakan *Tangible Fixed Asset/Total Asset*.

Ukuran perusahaan (*Size*) diukur dengan menggunakan logaritma dari *Total Asset*

Peluang pertumbuhan perusahaan (MV/BV), dihitung dengan rumus:

Agency Problem (Controlling Shareholder), diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh insider.

Teknik Analisis Data

Penelitian ini pada dasarnya bertujuan untuk mengetahui apakah kategori perusahaan: internasional atau domestik mempengaruhi penggunaan utang oleh perusahaan. Untuk itu dilakukan analisis regresi linier berganda, dengan mengontrol variabel-variabel: *Risk*, *Profitability*,

Agar diperoleh persamaan regresi yang BLUE (*Best Linier Unbiased Estimate*), maka selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik yaitu uji multikolinieritas, autokorelasi, dan homokedastisitas. Dalam penelitian ini, model regresi yang diajukan tidak mengandung gejala multikolinieritas, autokorelasi, dan homokedastisitas, sehingga model yang diajukan dapat dianalisis lebih lanjut.

Variabel internasional berpengaruh negatif terhadap variabel *debt*, dengan koefisien regresi sebesar -0,049, tetapi tidak signifikan karena probabilitas signifikansinya di atas tingkat kesalahan yang digunakan (lebih besar dari α). Pengaruh negatif variabel internasional terhadap *debt* menunjukkan bahwa perusahaan yang termasuk kategori perusahaan internasional menggunakan hutang lebih sedikit dibanding dengan perusahaan yang masuk kategori perusahaan domestik, hal ini berarti berlawanan dengan teori yang diharapkan. Namun pengaruh negatif ini tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa banyak jumlah hutang yang digunakan tidak dipengaruhi oleh kategori perusahaan, apakah perusahaan tersebut internasional atau perusahaan domestik.

Uji Hipotesis 2 sampai dengan Hipotesis 7

Untuk mengetahui pengaruh faktor karakteristik perusahaan pada penggunaan utang untuk masing-masing kategori perusahaan, dibentuk persamaan regresi sebagai berikut (Tabel 1, kolom 2 dan 3):

$$Debt Ratio_{international} = 0.373 + 0.03271 Risk - 2.901 Profitability + 1.138 T. Fixed Asset - 0.0117 Size - 0.0137 Growth - 1.181 Agency + e$$

Untuk sampel perusahaan internasional ini, variabel *risk* berpengaruh positif pada variabel *debt* dengan koefisien regresi sebesar 0.03271. Pengaruh positif variabel *risk* terhadap *debt* menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki fluktuasi laba operasi yang tinggi akan menggunakan utang yang lebih banyak, hal ini berlawanan dengan teori yang diharapkan, namun pengaruh positif ini tidak signifikan.

Variabel *profitability* berpengaruh negatif pada variabel *debt* dengan koefisien regresi sebesar -2.901. Pengaruh negatif *profitability* terhadap *debt* menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat laba yang tinggi lebih sedikit

Tabel 1. Ringkasan Hasil Uji Regresi Linier Berganda Dependen Variabel: *Debt*, Independent Variabel: Internasional, *Risk*, *Profit*, *Fixed Asset*, *LnSize*, *Growth*, dan *Agency* untuk Keseluruhan Sampel, International Sampel, dan Domestik Sampel

Keterangan	Koefisien Regresi Total Sample (1)	Koefisien Regresi International Sampel (2)	Koefisien Regresi Domestik Sampel (3)
Konstanta	0.951	0.373	0.873
International	-0.049		
Risk	0.248	0.03271	0.869
Profit	-2.084***	-2.901	-2.032***
Fixed Asset	0.32	1.138***	0.118
LnSize	-0.0254	-0.0117	-0.017
Growth	0.000117	-0.0137	0.0001303
Agency	-1.946*	-1.181	-1.957
R ²	0.165	0.515	0.167
F	3.499***	2.826***	3.407***

Ket: * sig 10%, *** sig 1%
 Sumber: Data sekunder, diolah (2007)

Growth berpengaruh positif terhadap *debt* dengan koefisien regresi sebesar 0.0001303. Pengaruh positif *growth* terhadap *debt* berarti perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi akan menggunakan utang lebih banyak. Hal ini bertentangan dengan teori yang diharapkan, tetapi secara statistik pengaruh variabel ini terhadap *debt* tidak signifikan.

Agency berpengaruh secara negatif terhadap variabel *debt*, dengan koefisien regresi sebesar -1.957, Pengaruh negatif variabel *agency* ini terhadap *debt* menunjukkan bahwa perusahaan dengan *controlling shareholder* (diproxy dengan *agency*) yang semakin besar akan cenderung menggunakan utang lebih kecil. Hal ini sesuai dengan teori yang diajukan, semakin besar *controlling shareholder*, akan membuat manajer untuk ikut menanggung risiko jika salah dalam pengambilan keputusan, tetapi pengaruh variabel ini terhadap *debt* tidak signifikan

Chow Test (Uji Hipotesis 8)

Untuk mengetahui apakah ada perbedaan koefisien regresi untuk faktor karakteristik perusahaan (*risk, profitability, size, tangible fixed asset, growth, dan agency*) antara kategori perusahaan internasional dengan kategori perusahaan domestik dilakukan uji Chow. Tabel 2 berisi ringkasan perhitungan uji Chow:

Tabel 2. Ringkasan Uji Chow untuk Variabel Risk, Profitability, Size, Tangible Fixed Asset, Growth, dan Agency

Variabel	F hitung	Keterangan
<i>Risk</i>	0.044486	Tidak berbeda
<i>Profitability</i>	0.009183	Tidak berbeda
<i>Tangible Fixed Asset</i>	0.186406	Tidak berbeda
<i>Size</i>	0.006034	Tidak berbeda
<i>Growth</i>	0.000313	Tidak berbeda
<i>Agency</i>	0.001201	Tidak berbeda
F tabel = 1,639*		

* n1= 23, n2 = 109, α = 0,05
 Sumber: Data sekunder, diolah (2007)

Dari Tabel 2 diketahui bahwa F hitung untuk seluruh faktor karakteristik perusahaan lebih kecil dibanding F tabel. Hal ini menunjukkan tidak ada perbedaan pengaruh faktor karakteristik perusahaan antara kategori perusahaan internasional dengan perusahaan domestik.

PEMBAHASAN

Dari hasil uji regresi diketahui bahwa kategori perusahaan internasional dan domestik tidak mempengaruhi variabel *debt*. Hasil juga menunjukkan bahwa perusahaan internasional tidak menggunakan utang lebih banyak dibandingkan perusahaan domestik. Hal ini kemungkinan disebabkan belum dimasukkan variabel kategori *export oriented* atau *import oriented* sebagai variabel kontrol di persamaan regresi pertama dalam penelitian ini. Menurut Gonec (2005) industri dimana perusahaan beroperasi (*export oriented* atau *import oriented*) adalah salah satu penentu yang penting dalam pendanaan dengan utang. Perusahaan yang *export oriented* cenderung masuk dalam kategori perusahaan internasional, sehingga diharapkan akan menggunakan lebih banyak utang dalam pendanaannya. Selain itu kemungkinan juga disebabkan oleh profil data dari sampel yang digunakan (tabel 3), jumlah perusahaan kategori internasional sebanyak 23 sedangkan yang termasuk kategori perusahaan domestik mencapai 109. Hanya 17.42% perusahaan yang masuk kategori internasional sisanya perusahaan domestik, suatu komposisi yang tidak seimbang. Padahal jika dilihat nilai rata-rata (*mean*) rasio *debt* dari 23 perusahaan internasional diperoleh angka 0,6794627 sedangkan untuk 109 perusahaan internasional diperoleh rata-rata (*mean*) rasio *debt* sebesar 0,6598237, sehingga sebenarnya terdapat beda 0.019639 lebih banyak penggunaan utang oleh perusahaan

utang dipengaruhi oleh kategori perusahaan, sebagai perusahaan internasional atau perusahaan domestik. Dari pembahasan maka dapat disimpulkan bahwa kategori perusahaan internasional dan domestik tidak mempengaruhi banyak sedikitnya penggunaan utang pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Pada kategori perusahaan internasional hanya variabel *tangible fixed asset* yang mempengaruhi penggunaan utang perusahaan, sedangkan variabel lain tidak berpengaruh. Untuk kategori perusahaan domestik hanya variabel *profitability* yang mempengaruhi penggunaan utang perusahaan, dan variabel lainnya tidak berpengaruh. Uji Chow menunjukkan tidak ada perbedaan pengaruh seluruh variabel yang termasuk karakteristik perusahaan antara perusahaan domestik dengan perusahaan internasional.

Saran

Bagi para manajer sebaiknya memperhatikan tingkat *tangible fixed asset* yang dimiliki ketika memutuskan mendanai perusahaan dengan utang khususnya bila perusahaan adalah perusahaan internasional, karena *tangible fixed asset* yang cukup besar akan menjadi semacam alat penjamin untuk mendapatkan utang yang lebih besar. Bila perusahaan adalah pemain domestik, manajer sebaiknya memperhatikan tingkat profitabilitas, dan mengutamakan penggunaan dana internal dibandingkan dana eksternal, dalam hal ini utang.

Penelitian ini masih memiliki kelemahan, karena hanya menggunakan satu jenis industri, yaitu manufaktur, serta periode pengamatan singkat. Untuk peneliti selanjutnya dapat menambahkan jenis industri lain, variabel lain seperti *export oriented* dan *import oriented* serta memperpanjang periode penelitian sehingga hasil yang diperoleh lebih dapat digeneralisir.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. 2005. The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 6, No. 5, pp. 438-445.
- Brigham E.F. & Houston F.J. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Penerbit Erlangga.
- Champion, D. 1999. Finance: The Joy of Leverage. *Harvard Business Review*, Vol. 77, No.4, pp. 19-22.
- Eriotis, N. 2007. How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study, *Managerial Finance*, Vol. 33 No. 5, pp. 321-331.
- Fama, E.F. & French, K.R. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 819-843.
- Fosberg, H.R. 2004. Agency Problem and Debt Financing: Leadership Structure Effects. *Corporate Governance*, Vol. 4, No.1, pp 31-38.
- Gonec, H. 2005. Comparison of Debt Financing Between International and Domestik Firms: Evidence From Turkey, Germany and UK. *International Journal of Managerial Finance*, Vol.1, No.1, pp. 49-68.
- Graham, J.R. 2000. How Big Are The Tax Benefits of Debt?. *Journal of Finance*, Vol.55, pp.1901-1941.
- Hair, F.J., Anderson, E.R., Tatham, L.R., & Black, C.W. 1995. *Multivariate Data Analysis*. Fifth Edition. New Jersey: Prentice Hall.
- Madan, K. 2007. An Analysis of The Debt-Equity Structure of Leading Hotel Chains in India. *International Journal of Contemporary*

