
Pengaruh Leverage dan Kebijakan Dividen terhadap Investasi Perusahaan

Ida Ayu Surasmi*, Ida Bagus Udayana Putra dan G. Oka Warmana

Universitas Warmadewa, Denpasar-Bali, Indonesia

*dayusurasmi@yahoo.com

How to cite (in APA style):

Surasmi, I. A., Putra, I. B. U., Warmana, G. O. (2021). Pengaruh Leverage dan Kebijakan Dividen terhadap Investasi Perusahaan. *Wacana Ekonomi (Jurnal Ekonomi, Bisnis dan Akuntansi)*, 20 (2), pp.138-143. <https://doi.org/10.22225/we.20.2.2021.138-143>

Abstract

In an imperfect capital market, funding decisions and dividend policy affect investment decisions. Sources of funds have different costs, so the cost of these funds will affect the analysis of investment feasibility. Agency costs both from debt and dividends can limit the company's investment. This study contributes to explaining how leverage and dividend policy influence investment decisions in companies in Indonesia. This study uses panel data regression. This study finds that the effect of dividends is stronger in limiting the company's investment. A high dividend payout reduces the company's investment the following year, whereas leverage has no effect on the company's investment. Another finding is that investment opportunities have a positive effect on company investment, while company size has no effect on investment.

Keywords: capital structure; dividend policy; investment; manufacturing company

Abstrak

Pada pasar modal yang tidak sempurna, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap keputusan investasi. Sumber-sumber dana memiliki biaya yang berbeda-beda, sehingga biaya dana ini akan mempengaruhi analisis kelayakan investasi. Agency cost baik dari utang maupun dividen dapat membatasi investasi perusahaan. Penelitian ini berkontribusi menjelaskan bagaimana pengaruh leverage dan kebijakan dividen terhadap keputusan investasi pada perusahaan di Indonesia. Penelitian ini menggunakan regresi data panel. Penelitian ini menemukan bahwa pengaruh dividen lebih kuat dalam membatasi investasi perusahaan. Dividen payout yang tinggi menurunkan investasi perusahaan tahun selanjutnya, sedangkan leverage tidak berpengaruh terhadap investasi perusahaan. Temuan lainnya yaitu peluang investasi berpengaruh positif terhadap investasi perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap investasi.

Kata kunci: struktur modal, kebijakan dividen, investasi, perusahaan manufaktur

I. PENDAHULUAN

Capital structure irrelevance theory (Modigliani & Miller, 1958) memprediksi bahwa dalam pasar yang sempurna, investasi perusahaan tidak dipengaruhi oleh jenis sekuritas yang digunakan untuk mendanai investasi. Dalam pasar yang tidak sempurna, keputusan investasi berhubungan dengan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Sumber-sumber dana memiliki biaya yang berbeda-beda, sehingga biaya dana mempengaruhi analisis kelayakan investasi. Keuntungan yang tidak dibagikan sebagai dividen juga merupakan salah satu sumber pendanaan investasi. Manajer mungkin memiliki beberapa pilihan dalam set kesempatan investasi, sementara semakin banyak modal yang digunakan maka akan meningkatkan biaya modal marjinal. Dengan demikian, semakin tinggi biaya modal marjinal maka semakin sedikit pilihan investasi yang dapat diambil.

Myers (1977) menjelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat utang tinggi terkendala dalam melakukan investasi. Pembiayaan dengan ekuitas cenderung memberikan intensif kepada manajer untuk berperilaku *overinvestment*, penggunaan utang akan mengatasi masalah *overinvestment*, tetapi utang yang terlalu tinggi menimbulkan masalah *underinvestment*. Penelitian sebelumnya menemukan hubungan negatif *leverage* terhadap investasi perusahaan (Lang *et al.*, 1996). Utang berperan sebagai *debt covenant* yang membatasi perusahaan dalam berbagai hal, antara lain investasi (Chava & Roberts, 2008), dan dividen (Kim *et al.*, 2017). Mengingat bahwa kebijakan dividen berhubungan dengan pendanaan perusahaan, maka penelitian ini juga menguji kebijakan dividen sebagai variabel yang mempengaruhi investasi.

Investasi jelas membutuhkan dana. Kebutuhan dana ini dapat membuat perusahaan mengubah

struktur modal dan kebijakan dividennya. Temuan penelitian-penelitian empiris menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan berpengaruh terhadap *leverage* (Saif-Alyousfi *et al.*, 2020) dan berpengaruh terhadap kebijakan dividen (Dewasiri *et al.*, 2019). Namun, peluang pertumbuhan belum tentu sama dengan realisasi pertumbuhan itu sendiri. Pertanyaan penelitian ini adalah bagaimana pengaruh tingkat *leverage* dan kebijakan dividen terhadap investasi perusahaan ke depannya. Lebih jauh, penelitian ini juga menginvestigasi pengaruh peluang investasi dan ukuran perusahaan terhadap investasi. Peluang investasi mengindikasikan pertumbuhan aset perusahaan di masa depan, sedangkan ukuran perusahaan mengindikasikan aset yang dimiliki perusahaan saat ini.

Kondisi perusahaan di Indonesia berbeda dengan di negara maju. Perusahaan di negara berkembang lebih banyak menggunakan utang daripada saham sebagai sumber pembiayaan. Pasar obligasi yang belum maju dan tingginya biaya utang jangka panjang dari bank dapat menyebabkan perusahaan manufaktur sangat mengandalkan utang jangka pendek (Sheikh & Wang, 2011). Penelitian ini berkontribusi menjelaskan bagaimana pengaruh *leverage* dan kebijakan dividen terhadap keputusan investasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

II. TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Hubungan *leverage* dan investasi perusahaan dapat dijelaskan oleh *agency theory* dan masalah asimetri informasi. Keputusan *leverage* perusahaan dapat dipengaruhi *trade-off* antara *managerial discretion* dan biaya yang berhubungan dengan asimetri informasi. Masalah agensi terjadi ketika manajer memiliki insentif privat untuk *overinvestment*. Pemegang saham tidak dapat melihat *cashflow* perusahaan yang sebenarnya karena adanya asimetri informasi, tetapi pemegang saham menyadari adanya insentif *overinvestment* oleh manajemen. Berdasarkan kondisi asimetri informasi tersebut, pemegang saham menganggap klaim bahwa manajemen memiliki peluang investasi yang *profitable* kurang kredibel dan oleh karena itu pemegang saham membatasi ketersediaan pendanaan ekuitas untuk manajemen, bahkan ketika *cashflow* benar-benar tidak cukup untuk mendanai seluruh investasi yang *profitable*. Penggunaan utang untuk memenuhi kebutuhan *cashflow* tersebut dapat memitigasi masalah *overinvestment*, tetapi utang juga mengajukan masalah *underinvestment* (Ogden *et al.*, 2003). Dampak negatif dari utang akibat adanya insentif bagi manajemen yang bertindak sesuai kepentingan pemegang saham untuk melakukan ekspropriasi kekayaan dari kreditor perusahaan. Kreditor mengantisipasi tindakan ekspropriasi oleh manajer dengan membatasi tindakan manajemen melalui perjanjian kredit dan meminta *yield* yang lebih tinggi untuk setiap tambahan utang kepada perusahaan, dan dengan cara ini *agency cost of debt* ditanggung oleh pemegang saham. Tindakan antisipasi oleh kreditor tersebut dapat mendorong terjadinya *underinvestment*.

Beberapa penelitian sebelumnya telah menguji pengaruh *leverage* terhadap investasi perusahaan. (Arif Khan *et al.*, 2019) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi perusahaan di China, baik pada perusahaan milik negara maupun non milik negara. (Vo, 2019) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi pada perusahaan di Vietnam.

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, diajukan hipotesis penelitian pertama sebagai berikut:

Hipotesis 1 (H1): *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi perusahaan

Hubungan kebijakan dividen dan investasi perusahaan juga dijelaskan berdasarkan masalah *agency* dan asimetri informasi. Manajemen diasumsikan lebih mengetahui nilai sebenarnya dari aset dan peluang pertumbuhan dibanding investor luar. Investor luar rentan terhadap masalah *adverse selection* dalam penawaran ekuitas karena manajer mungkin menawarkan saham ketika mengetahui bahwa harga penawaran melebihi penilaian pribadi manajer terhadap nilai perusahaan. Investor luar akan meminta *rate of return* tinggi untuk mengkompensasi risiko dari membeli ekuitas yang *overvalued* (Myers & Majluf, 1984). Masalah simetri informasi dan *adverse selection* ini membatasi perusahaan untuk memperoleh pendanaan eksternal. Kendala ini disebut *Constraining Effect* (Ramalingegowda *et al.*, 2013). *Constraining Effect* ini menyebabkan perusahaan mengandalkan laba ditahan untuk investasi. Perusahaan dengan sumber dana internal terbatas harus memilih antara investasi atau membagikan dividen. Karena manajemen perusahaan enggan untuk mengurangi dividen, maka pembayaran dividen menyebabkan perusahaan tidak dapat mendanai investasi.

(Harakeh, 2020) menemukan bahwa mengurangi asimetri informasi dapat mengurangi *Constraining Effect* dividen terhadap investasi.

Berdasarkan kajian teori dan temuan penelitian sebelumnya, maka diajukan hipotesis kedua sebagai berikut:

Hipotesis 2 (H2): kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap investasi perusahaan

Selain *leverage* dan dividen, variabel lain yang berpengaruh terhadap investasi perusahaan adalah peluang investasi dan ukuran perusahaan. Salah satu proksi mengukur peluang investasi adalah dengan proksi berbasis harga (Adam & Goyal, 2008). Proksi ini mendasarkan pada ide bahwa investor di pasar modal menilai perusahaan tidak hanya berdasarkan aset yang dimiliki, tetapi juga prospek perusahaan di masa depan. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif dari aset-aset yang dimiliki. Penelitian ini menggunakan Tobin's Q sebagai proksi peluang investasi. Hasil pengujian empiris menunjukkan bahwa Tobin's Q merupakan proksi yang paling mengandung informasi tentang peluang investasi (Adam & Goyal, 2008). Penelitian sebelumnya menemukan bahwa peluang investasi berpengaruh positif terhadap investasi perusahaan (Arif Khan *et al.*, 2019; Harakeh, 2020; Ramalingewoda *et al.*, 2013)

Hipotesis 3 (H3): peluang investasi berpengaruh positif terhadap investasi perusahaan

Agency cost berhubungan dengan ukuran perusahaan. Pada perusahaan besar, fungsi monitoring menjadi lebih sulit dan mahal pada organisasi yang lebih besar (Jensen & Meckling, 1976). Masalah *agency* yang lebih besar pada perusahaan besar dapat memperparah *underinvestment*. Ukuran perusahaan diukur dari banyaknya aset yang dimiliki perusahaan. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap investasi (Arif Khan *et al.*, 2019; Ramalingewoda *et al.*, 2013; Harakeh, 2020).

Hipotesis 4 (H4): ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap investasi perusahaan.

III. METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) yang membayar dividen pada periode pengamatan mulai tahun 2015 sampai dengan tahun 2017 jumlahnya 36. Alasan target populasi yang membayar dividen periode pengamatan 2015 – 2017 karena salah satu variabel penelitian ini adalah kebijakan dividen.

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian adalah metode sensus atau sampling jenuh, dengan pengamatan (*pooling data*) tahun 2015 - 2017. Metode sensus merupakan teknik pengambilan sampel yang semua populasinya dijadikan sampel. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang tetap terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI) selama periode 2015 - 2017 dan menyediakan data yang dibutuhkan dalam pengukuran variabel yang diteliti.

Variabel terikat penelitian ini adalah Investasi (*Inv*) yaitu aset tetap bersih tahun berjalan, dikurangi aset tetap bersih tahun sebelumnya, ditambah depresiasi tahun berjalan, dibagi total aset (Ding *et al.*, 2019). Variabel bebas terdiri dari *Leverage* (*Lev*), Kebijakan Dividen (*Div*), Set Peluang Investasi (*IOS*), dan Ukuran perusahaan (*Size*). *Lev* diukur dengan *debt ratio* yaitu total utang dibagi total aset (Surasmi *et al.*, 2018). *Div* diukur dengan *dividend payout ratio* yaitu dividen per lembar saham dibagi laba per lembar saham (Harakeh, 2020), *IOS* diukur dengan Tobin's Q yaitu nilai pasar ekuitas ditambah total utang dibagi total aset arif (Arif Khan *et al.*, 2019), dan *Size* diukur dengan logaritma natural total aset perusahaan (Arif Khan *et al.*, 2019)

Analisis data dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Model penelitian adalah sebagai berikut:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it-1} + \beta_2 Div_{it-1} + \beta_3 IOS_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + f_i + f_t + \varepsilon_{it}$$

Subscript *i* menyatakan perusahaan, dan *t* menyatakan periode tahun. f_i dan f_t adalah *fixed* efek perusahaan dan periode.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif variabel-variabel penelitian ditampilkan pada Tabel 1. Rata-rata investasi perusahaan sampel adalah 8% dengan nilai maksimum 39% dan terendah -5%. Nilai investasi yang negatif menunjukkan penurunan investasi perusahaan. Rata-rata *leverage* adalah 43%, ini menunjukkan secara rata-rata penggunaan utang dalam pembiayaan aset lebih rendah daripada penggunaan ekuitas, 43% berbanding 57%. Nilai maksimum *leverage* adalah 121%, *leverage* di atas 100% berarti bahwa nilai utang perusahaan lebih tinggi daripada aset yang dimiliki. Rata-rata *dividen payout ratio* adalah 45%. Nilai tertinggi *payout ratio* adalah 414% yang berarti pembayaran dividen lebih dari 4 kali lipat laba per lembar saham. rata-rata tobin's Q adalah 2,7. Rata-rata ukuran perusahaan adalah 15,29, yang berarti rata-rata aset perusahaan adalah sekitar 4,3 triliun rupiah ($e^{15,29}$).

Tabel 1. Statistik Deskriptif

variabel	inv	lev	Div	IOS	SIZE
mean	0,08	0,43	0,45	2,70	15,29
max	0,39	1,21	4,14	27,72	19,38
min	-0,05	0,09	0,0008	0,42	11,80
stdev	0,07	0,20	0,49	3,79	1,68

Ringkasan hasil regresi ditampilkan pada Tabel 2. Hasil regresi menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap investasi, dengan demikian hipotesis pertama ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa keputusan investasi perusahaan tidak bergantung pada sumber pendanaan apakah dengan utang atau modal sendiri. Berdasarkan *agency theory*, *overinvestment* oleh manajer mendorong penggunaan utang, kemudian penggunaan utang mendorong *underinvestment*. Hubungan *leverage* dan investasi yang tidak signifikan pada penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terjadi *overinvestment* pada perusahaan manufaktur di Indonesia, sehingga tidak memerlukan penggunaan utang untuk mengatasi masalah *overinvestment*. Penggunaan utang memang berdasarkan pada kebutuhan investasi, dengan demikian penggunaan utang tidak menurunkan investasi perusahaan. Namun penggunaan utang juga tidak berhubungan dengan investasi, hal ini dapat disebabkan karena perusahaan lebih mengutamakan penggunaan dana internal. Penggunaan dana internal untuk investasi akan mengurangi dividen, hal ini didukung dengan temuan lain penelitian ini bahwa dividen berpengaruh negatif terhadap investasi. Pengaruh *leverage* yang tidak signifikan juga dapat disebabkan karena perusahaan-perusahaan yang diamati memiliki tingkat utang optimal yang berbeda-beda. Perusahaan yang masih memiliki kapasitas utang yang belum digunakan masih dapat menambah utangnya untuk membiayai investasi (Setianto & Kusumaputra, 2019).

Tabel 2. Hasil regresi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.123215	0.068361	1.802422	0.0744
LEV(-1)	0.042835	0.054127	0.791374	0.4306
DIV(-1)	-0.001574	0.000736	-2.138164	0.0349
IOS(-1)	0.006094	0.002992	2.036314	0.0443
SIZE(-1)	-0.001517	0.004764	-0.318501	0.7508
R-squared	0.522388			
F-statistic	0.976562			
Prob(F-statistic)	0.536258			

Dividen berpengaruh negatif terhadap investasi perusahaan, dengan demikian hipotesis kedua diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi *constraining effect* yang menjelaskan pengaruh kebijakan dividen terhadap investasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Manajemen enggan untuk mengurangi dividen sehingga memilih untuk mengurangi investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya (Ramalingegowda *et al.*, 2013). Kepentingan pemegang saham atas dividen juga berperan penting mengurangi dana yang tersedia bagi perusahaan (Goodell *et al.*, 2017).

Peluang investasi berpengaruh positif terhadap investasi, dengan demikian hipotesis ketiga

diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan investasi yang tinggi karena memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Hasil memperkuat argumen tentang temuan sebelumnya bahwa tidak terjadi overinvestment. Investasi perusahaan sesuai dengan ekspektasi investor terhadap pertumbuhan perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya (Harakeh, 2020; Ramalingowda *et al.*, 2013; Arif Khan *et al.*, 2019)

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap investasi, dengan demikian hipotesis keempat ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa jumlah aset yang telah dimiliki perusahaan tidak menentukan besarnya investasi. Investasi lebih ditentukan oleh peluang investasi yang mencerminkan pertumbuhan aset perusahaan di masa depan. Jensen dan Mekling (1976) berpendapat bahwa *agency cost* perusahaan besar lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil karena fungsi monitoring menjadi lebih sulit dan mahal pada organisasi yang lebih besar. Namun, pendapat lain menyatakan bahwa perusahaan kecil kurang diperhatikan oleh analis sehingga derajat asimetri informasi antara orang luar dan orang dalam lebih tinggi. Perusahaan kecil juga menghadapi biaya transaksi yang lebih tinggi untuk menerbitkan sekuritas (Kadapakkam *et al.*, 1998).

V. SIMPULAN

Hasil pengujian menunjukkan bahwa investasi perusahaan berhubungan dengan kebijakan dividen dan peluang investasi, sedangkan *leverage* dan ukuran perusahaan tidak berhubungan dengan investasi. Temuan menarik penelitian ini adalah bahwa hanya kebijakan dividen yang berpengaruh negatif terhadap investasi, sedangkan *leverage* tidak berpengaruh. Hasil ini mengindikasikan bahwa manajemen mengutamakan pembiayaan investasi dari sumber dana internal, sehingga mengurangi dividen. Manajemen tidak mengutamakan penggunaan utang untuk investasi, dibuktikan dengan tidak adanya pengaruh yang signifikan *leverage* terhadap investasi perusahaan. Penelitian ini melibatkan dua variabel kontrol dalam model penelitian, hanya peluang pertumbuhan yang berpengaruh terhadap investasi, sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap investasi perusahaan. Pengaruh positif peluang pertumbuhan terhadap investasi mengindikasikan bahwa Tobin's Q sebagai proksi peluang pertumbuhan sesuai dengan realisasi pertumbuhan. Ukuran perusahaan yang tidak berpengaruh terhadap investasi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak terkait dengan tingkat masalah keagenan yang terjadi pada perusahaan di Indonesia.

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak dapat menjelaskan lebih jauh tentang hubungan yang tidak signifikan antara leverage dengan investasi perusahaan. Penelitian ini hanya dapat menjelaskan dengan data yang ada dan hasil pengujian, yaitu berdasarkan hubungan struktur modal dengan kebijakan dividen dan kebutuhan dari peluang pertumbuhan. Penelitian ini tidak mempertimbangkan arus kas yang dihasilkan oleh perusahaan. Hal ini dapat menjadi perhatian bagi peneliti selanjutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, T. & Goyal, V.K., 2008, The investment opportunity set and its proxy variables, *Journal of Financial Research*, 31, 1, 41–63.
- Arif Khan, M., Qin, X. & Jebran, K., 2019, Does uncertainty influence the leverage-investment association in Chinese firms?, *Research in International Business and Finance*, 50, December 2018, 134–152. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.04.006>.
- Chava, S. & Roberts, M.R., 2008, How does financing impact investment? the role of debt covenants, *Journal of Finance*, 63, 5, 2085–2121.
- Dewasiri, N.J., Yatiwelle Koralalage, W.B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P.G.S.A., Kurupparachchi, D. & Weerasinghe, V.A., 2019, Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market, *Managerial Finance*, 45, 3, 413–429.
- Ding, S., Knight, J. & Zhang, X., 2019, Does China overinvest? Evidence from a panel of Chinese firms, *European Journal of Finance*, 25, 6, 489–507. <http://dx.doi.org/10.1111/ef.12115>.
- Goodell, J., Goyal, A. & Huang, W., 2017, Dividends and underinvestment in China: Did foreign investors export liquidity during the global financial crisis?,

- Harakeh, M., 2020, Dividend policy and corporate investment under information shocks, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 65, xxxx, 101184. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101184>.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kadapakkam, P.R., Kumar, P.C. & Riddick, L.A., 1998, The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence, *Journal of Banking and Finance*, 22, 3, 293–320.
- Kim, J., Lee, K.H. & Lie, E., 2017, Dividend Stickiness, Debt Covenants, and Earnings Management, *Contemporary Accounting Research*, 34, 4, 2022–2050.
- Lang, L., Ofek, E. & Stulz, R.M., 1996, Leverage, investment, and firm growth, *Journal of Financial Economics*, 40, 1, 3–29.
- Modigliani, F. & Miller, M.H., 1958, The cost of Capital Corporation Finance and Theory and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, XLVIII, 3, 261–297.
- Myers, S.C., 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, 2, 147–175.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 2, 187–221.
- Ogden, J.P., Jen, F.C. & O'Connor, P.F., 2003, *Advanced corporate finance: policies and strategies*, Pearson College Division.
- Ramalingegowda, S., Wang, C.-S. & Yu, Y., 2013, The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions, *The Accounting Review*, 88, 3, 1007–1039.
- Saif-Alyousfi, A.Y.H., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K.N., Mohd Taib, H. & Shahar, H.K., 2020, Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms, *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, ahead-of-p, ahead-of-print.
- Setianto, R.H. & Kusumaputra, A., 2019, Corporate Financial Flexibility, Investment Activities, And Cash Holding: Evidence From Indonesia, *Indonesian Capital Market Review*, 9, 2.
- Sheikh, N.A. & Wang, Z., 2011, Determinants of capital structure An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan, *Managerial Finance*, 37, 2, 117–133.
- Surasmi, I.A., Martadiani, A.M., Warmana, G.O. & Widnyana, I.W., 2018, Financing Decision and Performance of Manufacturing Companies in Indonesia, *The International Journal Of Humanities & Social Studies*, 6, 9, 296–300.
- Vo, X.V., 2019, Leverage and corporate investment – Evidence from Vietnam, *Finance Research Letters*, 28, 1–5. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.005>.