

## **PENGUJIAN STRUKTUR MODAL (TEORI *PECKING ORDER*): ANALISIS EMPIRIS TERHADAP SAHAM di LQ-45**

**HERMAN RUSLIM**

Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara  
herman88@cbn.net.id

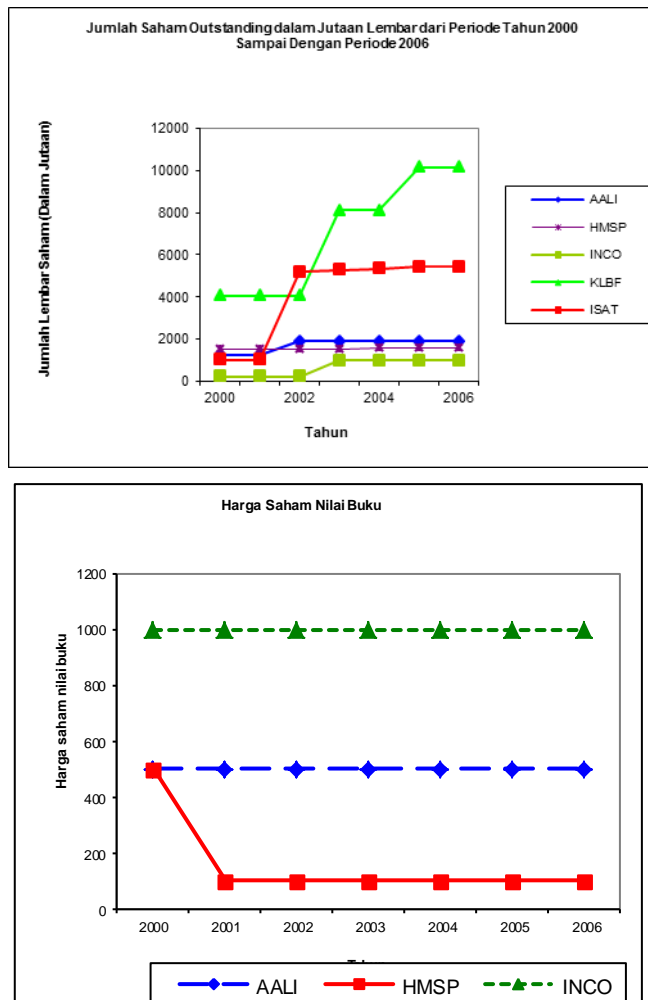
***Abstract:** Testing capital structure theory is remain puzzle, most researchers using a static model to explain the dynamic capital structure, however the expectation gap still could not be solved. This research attempts to study the dynamic capital structures which using the effect of profitability, cashflow deficit and long term debt on dynamic capital structure. The measurement of dynamic capital structure using a book value of share price instead of market value to compute the equity of the companies. This research used a sample of the 18 companies in LQ45, which are listed in Indonesia Stock Exchange of the period from 2000 to 2006. The analysis method used in this research was time series analysis with generalized method of moment technique. It was found that the profitability has no significant effect on dynamic capital structures. The research results indicated that the company did not follow pecking order hypotesis. Based on time series analysis, long term debt and cashflow deficit has significant effect on dynamic capital structures. Despite of this, profitability, cash flow deficit and long term debt have a significant effect simultaneously on the dynamic capital structure.*

***Keywords:** Dynamic capital structure, profitability, cash flow deficit, long term debt, generalized method of moment.*

### **PENDAHULUAN**

Beberapa fenomena berkaitan dengan penelitian pengujian struktur modal dinamis, bahwa struktur modal dan variabel keuangan lainnya dapat diidentifikasi. Fenomena pertama, harga saham nilai buku dari Tahun 2000

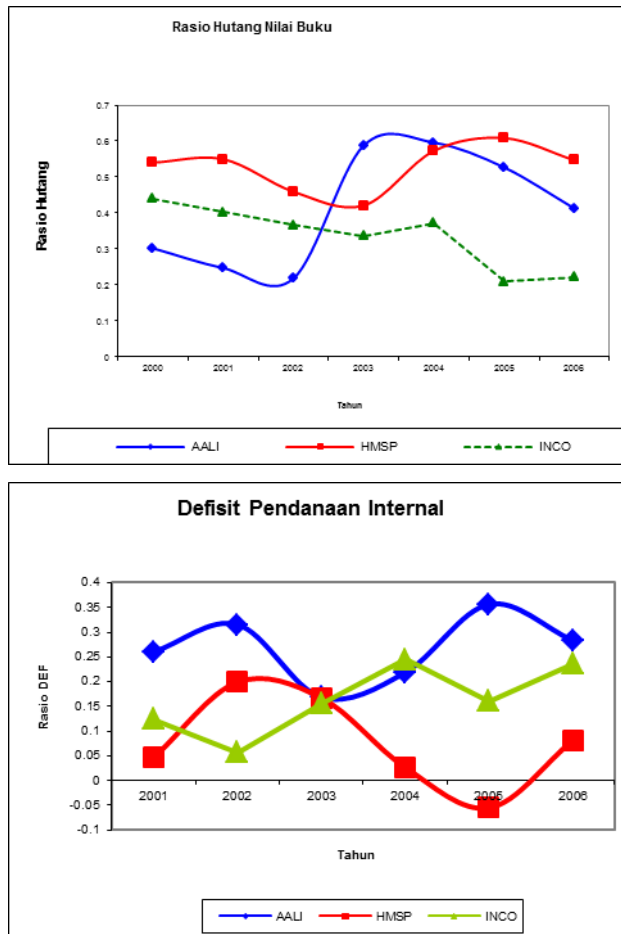
sampai dengan Tahun 2006 mengindikasikan harga saham buku tetap. Rasio hutang terlihat berubah dari waktu ke waktu. Grafik 1 memperlihatkan jumlah saham *oustanding* dalam jutaan lembar dalam periode Tahun 2000 sampai dengan Periode Tahun 2006 dengan nilai buku pada harga saham nilai buku dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2006.



**Grafik 1 Jumlah Saham *Outstanding* dengan Harga Saham Nilai Pari Saham AALI, INCO dan KLBF**

Dari grafik 1 memperlihatkan bahwa emiten sering menerbitkan saham dari periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2006, padahal teori *pecking order* menjelaskan urutan pendanaan dimulai dari laba ditahan, kemudian

hutang tidak berisiko, hutang berisiko dan terakhir adalah penerbitan saham, karena penerbitan saham lebih berisiko dibandingkan dengan hutang apabila dibutuhkan dana untuk pengembangan usahanya.



**Grafik 2 Rasio Hutang Nilai Buku dan Rasio Defisit Pendanaan Internal dari Periode Tahun 2000 Sampai Dengan Tahun 2006**

Fenomena kedua, Shyam Sunder menjelaskan ketika arus kas operasional tidak mencukupi untuk menutupi arus kas investasi, hutang yang jatuh tempo dan pembayaran dividen, maka perusahaan akan mencari pendanaan eksternal melalui hutang, sedangkan *market timing* yang dikembangkan oleh Baker dan Wurgler (2001) menjelaskan ketika harga saham naik atau *over-value* perusahaan cenderung menerbitkan saham dan sebaliknya ketika perusahaan *undervalue*, perusahaan lebih menyukai pinjaman, Myers (1984)

Fenomena ketiga, hasil survei menunjukkan bahwa emiten yang *overleverage* menerbitkan saham baru karena menginginkan *target debt ratio* yang optimal dan faktanya banyak hasil penelitian membuktikan penyesuaian target rasio hutang berjalan sangat lambat antara lain De Miguel dan Pindado (2001), Shyam-Sunder dan Myers (1999), Kremp *et al.* (1999), Ozkan (2001) dan Welch (2004). Perusahaan tidak mengeluarkan saham sebagai pembiayaan perusahaan karena biaya ini (*cost of equity*) sangat mahal dibandingkan biaya dari sumber lainnya dimana pembiayaan melalui saham merupakan urutan ketiga (*Pecking Order Theory*).

Penelitian sebelumnya di Indonesia yang dilakukan oleh Dini (2004) tentang pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal adalah berkaitan dengan struktur modal statis dan penelitian Freddy (2004) tentang pengaruh aktivitas pendanaan terhadap persistensi pola struktur modal emiten non-keuangan pasca penawaran publik perdana berkaitan juga dengan struktur modal statis.

Berdasarkan kondisi-kondisi yang telah diuraikan diatas, dapat diperoleh gambaran latar belakang situasional, kondisional serta eksperimental mengenai masalah struktur modal emiten-emiten di Pasar Modal Indonesia dengan membuat model yang dapat menjelaskan struktur modal untuk perusahaan publik di LQ45 sebagai alternatif untuk menguji teori struktur modal dan untuk menjelaskan struktur modal dinamis.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, menguraikan teori dan hasil penelitian sebelumnya sebagai dasar pengembangan hipotesis. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas pemilihan sampel dan pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel. Keempat, hasil penelitian yang berisi hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

## **RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Perkembangan Teori Struktur Modal**

Menurut Manurung (2004), teori struktur modal ini dimulai oleh Duran pada tahun 1952, kemudian Modigliani dan Miller (1958) mengeluarkan teori MM, dan dianggap awal dari teori struktur modal. Selanjutnya Donalson (1961) mengemukakan *Pecking Order Theory* yang membahas urutan pembiayaan perubahan. Stiglitz (1969), Haugen dan Papas (1971) dan Rubenstein membahas teori struktur modal *Trade-Off*. Jensen dan

Meckling (1976) mengemukakan teori *Agency Costs*. Informational asymmetries oleh Myers (1984). Perkembangan terakhir *Capital Structure theory and empirical evidence* mengenai *Agency Cost, Asymmetric Information, Product/Input Market Interactions and Corporate Control* dirangkumkan oleh Harris dan Raviv (1991) dan Booth *et al.* (2001) mengemukakan *capital structure in developing countries*.

Dalam rangkuman Harris dan Raviv (1991) dapat diidentifikasi beberapa variabel yang secara teori dan empiris berlaku untuk perusahaan di Amerika Serikat. Demikian juga penelitian Gaud *et al.* (2003) bahwa teori dan empiris berlaku untuk perusahaan di Swiss. Variabel-variabel tersebut dapat disebut sebagai *the determinants of capital structure*. Variabel-variabel tersebut adalah:

### **Profitabilitas**

Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan-perusahaan mempunyai preferensi menggunakan sumber dana internal, kemudian hutang dan terakhir adalah melalui *stock issues*. Dengan menggunakan teori di atas, maka semakin tinggi *profit* suatu perusahaan maka hutangnya (atau *leverage*) akan semakin rendah. Hubungan ini dijelaskan dalam Harris dan Raviv (1991) dan Rajan dan Zingales (1995) Dalam kerangka model *Trade-Off* teori, perusahaan-perusahaan yang mempunyai laba yang besar cenderung akan meminjam karena adanya *benefit* berupa *tax-shield*. Semakin tinggi laba, semakin *credible* perusahaan tersebut untuk mendapatkan pinjaman. Gaud *et al.* (2005) menunjukkan bahwa dalam jangka pendek perusahaan umumnya menunjukkan *pecking order theory behaviour* dan dalam jangka panjang menunjukkan *trade-off framework*.

### **Long Term Debt**

Tingkat hutang jangka panjang dimasukkan ke dalam model untuk melihat pengaruhnya terhadap dinamika tingkat hutang pada periode berjalan. Teori *Pecking Order* memprediksi bahwa tingkat hutang dimasa lalu tidak berpengaruh terhadap kebutuhan hutang saat ini ( $\beta_D = 0$ ) dan memiliki hubungan yang berkebalikan antara variabel ini dengan dinamika tingkat hutang jangka panjang. Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang terlalu tinggi dimasa lalu akan mengurangi tingkat hutangnya saat ini untuk mencapai target hutang optimalnya, demikian pula sebaliknya, Shyum, Sunders dan Myers (1999).

Struktur modal dinamis sebagian besar lainnya dapat dijelaskan oleh perubahan hutang jangka panjang (Welch 2004). Dengan demikian peru-

bahan hutang jangka panjang juga turut mempengaruhi total hutang secara positif.

### **Defisit Pendanaan Internal**

Hubungan *leverage* dengan Defisit Pendanaan Internal berdasarkan bukti empiris dengan model yang dikembangkan dan digunakan oleh Sunder dan Myers (1999), Chirinko dan Singha (2000) dan Frank dan Goyal (2003). Bila didefinisikan arus kas operasi,  $C_t$ , modal kerja neto,  $NWC_t$ , Perubahan modal kerja neto,  $\Delta NWC_t$ , arus kas investasi (capital expenditure),  $CAPEX_t$ , Pembayaran dividen,  $DIV_t$ , hutang jangka panjang awal periode,  $D(s)_t$ , outstanding hutang jangka panjang,  $D_t$ , dan penarikan hutang jangka panjang  $\Delta D_t$ , dan penarikan hutang jangka panjang  $\Delta D_t$ , maka defisit arus kas ( $DEF_t$ ) adalah:

$$DEF_t = \Delta NWC_t + CAPEX_t + DIV_t + D(s)_t - C_t \quad (1)$$

$$D_t = D(s)_t + \Delta D_t \quad (2)$$

$$C_t = EAT_t + DEPR_t \quad (3)$$

$$EAT_t = SALES_t - COGS_t - OPEX_t - I_t - T_t \quad (4)$$

$EAT_t$ : earnings after tax,  $OPEX_t$ : operating expenses,  $DEPR_t$ : Depresiasi,  $SALES_t$ : Tingkat penjualan,  $COGS_t$ : Harga Pokok Penjualan,  $I_t$ : beban bunga, dan  $T_t$ : beban pajak.

Dengan memasukkan persamaan (3) dan (4) ke persamaan (1), maka diperoleh:

$$DEF_t = (\Delta NWC_t + CAPEX_t + DIV_t + D(s)_t) - (SALES_t - COGS_t - OPEX_t - I_t - T_t + DEPR_t) \quad (5)$$

Diasumsikan defisit arus kas ditutup dengan hutang jangka panjang, maka dapat diprediksikan suatu hubungan:

$$\Delta D_t = \alpha + \beta DEF_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

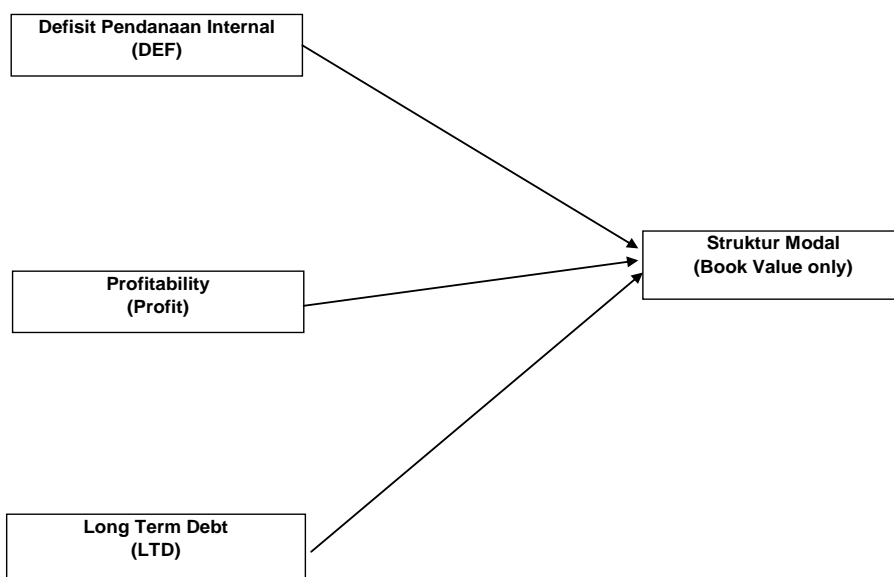
$$\Delta D_t = \alpha + \beta [\Delta NWC_t + CAPEX_t + DIV_t + D(s)_t - (SALES_t - COGS_t - OPEX_t - I_t - T_t + DEPR_t)] + \varepsilon_t \quad (7)$$

Dari persamaan diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa rasio hutang dengan defisit pendanaan internal berkorelasi positif, perusahaan yang melakukan pembayaran deviden, pengeluaran investasi dan pembayaran hutang yang jatuh tempo akan meminjam ketika dana dibutuhkan.

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

- H<sub>1</sub> Defisit Pendanaan Internal berpengaruh positif terhadap struktur modal dinamis.
- H<sub>2</sub> *Long Term Debt* berpengaruh positif terhadap struktur modal dinamis.
- H<sub>3</sub> *Profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal dinamis.

### Model Penelitian:



### Model 1 Model Penelitian

### METODA PENELITIAN

Obyek penelitian adalah struktur modal dinamis dan *profit*, hutang jangka panjang, dan defisit pendanaan internal dari emiten non-keuangan yang terdaftar di LQ45. Populasi yang *survived* adalah 18 setelah difilter dengan formula *sustainable debt* selama jangka waktu tahun 2000 – 2006 melebihi satu. *Sustainable Debt* = Arus Kas Operasional (COPAT)/ (Biaya Bunga + Hutang Jangka Panjang yang Jatuh tempo dalam jangka waktu Setahun) melebihi satu. Metoda pemilihan sampel adalah metoda acak sederhana (*Simple Random Sampling*). Data penelitian yang dibutuhkan yaitu

harga saham *cut off date* 31 Desember dari periode 2000 sampai dengan 2007 dan laporan keuangan (laporan rugi laba, neraca dan laporan arus kas).

Bentuk Penelitian adalah penelitian deskriptif dan verifikatif karena penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan gambaran dan informasi mengenai pengaruh *profit*, defisit pendanaan internal dan hutang jangka panjang perusahaan terhadap struktur modal dinamis. Metode pengumpulan data melalui survei dengan data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Unit analisis terdiri dari 18 Emiten Non-Keuangan di LQ45 dan alat analisis yang digunakan adalah *Generalized Moment Method* (GMM).

Penelitian ini menetapkan hipotesis awal berdasarkan Gaud *et al.* (2003) bahwa variabel dependen adalah *leverage* dan variabel independen adalah profitabilitas (*profitability*), defisit pendanaan internal (*Cashflow Deficit*) dan Hutang Jangka Panjang (*long term debt*):

Leverage = f (profitabilitas, defisit pendanaan internal dan hutang jangka panjang)

Keterangan:

Defisit Pendanaan Internal (DEF) dihitung dengan *Earning after tax* ditambah penyusutan dikurangi perubahan *Working Capital* dikurangi Dividen, dikurangi Investasi dan dikurangi hutang yang jatuh tempo, kemudian dibagi dengan total aktiva nilai buku pada perusahaan i pada tahun t. (Sunders dan Myers 1999). *Long Term Debt* (LTD) dihitung dengan selisih hutang jangka panjang pada perusahaan i tahun t dikurangi dengan hutang jangka panjang pada perusahaan i pada tahun t-1. *Profitability* dihitung dengan menggunakan ratio EBIT/TOTAL ASSETS (Rajan dan Zingales 1995) atau menggunakan ratio *Net Operating Income* sebagai pengganti EBIT (Weston dan Copeland 2003). Pengolahan data yang akan dilakukan dalam penelitian ini adalah data yang didapat langsung dari data laporan keuangan perusahaan-perusahaan LQ-45.

**Model:**

$$DTAB_{it} - DTAB_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 DEF_{i,t} + \beta_2 PROFIT_{i,t-1} + \beta_3 LTD_{i,t-1} + e_{it} \quad (8)$$

I: Segmen perusahaan 1,2,..., n t = Periode waktu

t-1L: Perubahan dengan periode sebelumnya

DTAB = Total Hutang dibagi Total Aset Nilai Buku; DEF = Defisit Pendanaan Internal ( $DEF_t = \Delta NWC_t + CAPEX_t + DIV_t + D(s)_t - C_t$ ); LTD = *Long Term Debt* (selisih hutang jangka panjang dibagi dengan total aktiva pada tahun t dengan hutang jangka panjang dibagi total aktiva pada tahun t-1); dan *profitability* = selisih *operating profit* dibagi dengan *total asset* pada



perusahaan  $i$  pada tahun  $t$  dengan *operating profit* dibagi dengan *total asset* pada perusahaan  $i$  pada tahun  $t-1$ .

## HASIL PENELITIAN

Statistika deskriptif dapat dilihat berikut ini:

**Tabel 1 Statistika Deskriptif**

Keterangan	DTAB	DEF	LTD	PROFIT
Mean	-0,020489	0,180019	-0,017068	0,004218
Median	-0,022147	0,167858	-0,012617	0,002137
Maximum	0,369348	0,475373	0,426538	0,152290
Minimum	-0,216270	-0,278623	-0,464055	-0,170429
Std. Dev.	0,083109	0,129986	0,094490	0,046331
Skewness	1,074962	-0,052584	0,052795	0,061439
Kurtosis	6,913846	3,748889	10,58553	5,540851
Jarque-Bera	89,73164	2,573527	258,9813	29,11961
Probability	0,000000	0,276163	0,000000	0,000000
Sum	-2,212858	19,44205	-1,843357	0,455543
Sum Sq. Dev.	0,739055	1,807909	0,955328	0,229686
Observations	108	108	108	108

Untuk menjawab semua permasalahan yang terdapat di dalam rumusan masalah yang berkaitan dengan pengaruh imbal hasil saham terhadap struktur modal dinamis maka digunakan metode ekonometrika GMM untuk mengestimasi model ekonometrika sebagai berikut:

$$DTAB_{it} - DTAB_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 DEF_{i,t} + \beta_2 PROFIT_{i,t-1} + \beta_3 LTD_{i,t-1} + e_{it} \quad (9)$$

$i$  = Segmen perusahaan 1,2,..., n       $t$  = Periode waktu

$DTAB_{i,t-1}$  = Perubahan Struktur Modal beda waktu satu tahun

$Profit_{i,t-1}$  = Laba Operasional Perusahaan beda waktu satu tahun

$LTD_{i,t-1}$  = *Long Term Debt* beda waktu satu tahun

$DEF_{i,t}$  = Defisit Pendanaan Internal beda waktu satu tahun

**Tabel 2 Hasil Pengujian t-Statistik Terhadap Model**

<b>Model DTAB</b>		
<b>Variabel</b>	<b>t-Statistik</b>	<b>Kesimpulan</b>
C	-2,893	
Profit	-0,1231	H <sub>1</sub> tidak diterima
DEF	2,1384	H <sub>2</sub> diterima
LTD	5,03319	H <sub>2</sub> diterima

Hasil regresi model DTAB menunjukkan hasil estimasi model faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan *Debt to Asset (Book Value)* perusahaan. Dari hasil regresi tersebut diperoleh kesimpulan bahwa variabel independen yaitu *defisit pendanaan internal* dan *long term debt* berpengaruh signifikan terhadap rasio DTAB {*debt to total asset (book value)*} atau struktur modal dinamis kecuali variabel *profitabilitiy*.

**Tabel 3 Hasil Regresi Model**

<b>Keterangan</b>	<b>DTAB<sub>t</sub> – DTAB<sub>t-1</sub></b>	<b>Sig.</b>
C	-0.0316 0.0108	***
Profit	0.016615 0.1349	TS
DEF	0.108554 0.0507	**
LTD	0.561286 0.111517	***
R-Squared	46.67%	
Adjusted R –Squared	45.14%	

Ket      \* Signifikan pada  $\alpha = 10\%$  TS = Tidak Signifikan  
           \*\* Signifikan pada  $\alpha = 5\%$   
           \*\*\* Signifikan pada  $\alpha = 1\%$   
           Angka dalam kurung merupakan standard error

Koefisien *PROFIT* -0,01661 artinya bahwa *profit* perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap DTAB jika *profit* perusahaan naik sebesar 1 unit maka DTAB turun sebesar 0,01661 unit, *ceteris paribus*. Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan-perusahaan mempunyai preferensi menggunakan sumber dana internal, kemudian hutang dan terakhir adalah melalui *stock issues*. Dengan menggunakan teori di atas, maka semakin tinggi *profit* suatu perusahaan maka hutangnya akan semakin rendah. Hasil ini juga dijelaskan dalam Harris dan Raviv (1991) dan Rajan dan Zingales (1995) di mana dalam kerangka model teori *Trade-Off*, perusahaan-perusahaan yang mempunyai laba yang besar cenderung memimjam karena adanya *benefit* berupa *tax-shield*. Semakin tinggi laba, semakin *credible* perusahaan tersebut untuk mendapatkan pinjaman. Gaud *et al.* (2005) menunjukkan bahwa dalam jangka pendek perusahaan umumnya menunjukkan *pecking order theory behaviour*.

Koefisien LTD 0,5612 artinya bahwa hutang jangka panjang perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap DTAB jika hutang jangka panjang perusahaan naik sebesar 1 unit maka DTAB naik sebesar 0.5612 unit, *ceteris paribus*. Hasil penelitian ini sesuai dengan Shyam-Sunders (1999) di mana teori *Pecking Order* memprediksi bahwa tingkat hutang dimasa lalu tidak berpengaruh terhadap kebutuhan hutang saat ini ( $\beta_D = 0$ ). Sebaliknya teori *Tradeoff* memprediksi bahwa hubungan yang berkebalikan antara variabel ini dengan dinamika tingkat hutang jangka panjang. Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang terlalu tinggi di masa lalu akan mengurangi tingkat hutangnya saat ini untuk mencapai target hutang optimalnya, demikian pula sebaliknya. Welch (2004) turut menjelaskan bahwa struktur modal dinamis dapat juga dijelaskan oleh perubahan hutang jangka panjang. Dengan demikian perubahan hutang jangka panjang juga turut mempengaruhi struktur modal dinamis secara positif.

Koefisien DEF 0,1085 artinya bahwa defisit pendanaan internal perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap DTAB jika defisit pendanaan internal perusahaan naik sebesar 1 unit maka DTAB naik sebesar 0,1085 unit, *ceteris paribus*. Hasil penelitian ini sesuai dengan Shyam-Sunders (1999) di mana teori *Pecking Order* memprediksi bahwa ketika arus kas operasional tidak mencukupi untuk menutupi arus kas investasi, hutang yang jatuh tempo dan pembayaran dividen, maka perusahaan akan mencari pendanaan eksternal melalui hutang.

## PENUTUP

Dari kesimpulan umum diperoleh kesimpulan khusus mengenai pengaruh variabel-variabel independen terhadap dinamika struktur modal sebagai berikut 1) Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal yaitu a) *Long Term Debt* berpengaruh positif terhadap struktur modal dinamis perusahaan, hal ini sesuai dengan penelitian Sunders dan Myers (1999) dan Welch (2004), b) *Defisit Pendanaan Internal* berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan, Studi empiris menunjukkan adanya hubungan yang positif antara Defisit pendanaan internal dan leverage (Sunder dan Myers 1999); 2) Secara simultan variabel-variabel diatas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal atas emiten non keuangan di LQ45; 3) Perusahaan LQ45 tidak mengikuti *pecking order theory* disebabkan hasil pengujian Defisit pendanaan internal hanya signifikansi pada level 5%, sedangkan perubahan hutang jangka panjang lebih mampu menjelaskan perubahan struktur modal secara umumnya, sehingga lebih mendukung *trade-off theory*.

Beberapa keterbatasan yang dimiliki oleh penelitian ini antara lain sampel yang digunakan adalah 18 perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, oleh karena itu penelitian tidak dapat digunakan secara umum. Kedua perlu perbanyak variabel solusi (variabel independen) agar bisa memperoleh *goodness of fitness*. Adapun peneliti menggunakan perusahaan LQ45, karena lebih likuid dan untuk menghindari adanya *asymmetric information*, peneliti menyaring perusahaan LQ45 dengan menggunakan *sustainable debt* dan perusahaan mencetak laba berturut-turut dari tahun 2000 sampai tahun dengan tahun 2006.

Untuk penelitian yang akan datang diharapkan dapat memperluas objek penelitian bukan hanya perusahaan LQ45 melainkan perusahaan yang diluar LQ 45 juga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan bahkan dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan di Bursa Efek internasional seperti NASDAQ dan NIKEI

### **REFERENSI:**

- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. and V. Maksimovic. 2001. Capital Structure in Developing Countries, *Journal of Finance*, Vo.56, Hlm. 87-130.
- Chew, Donald H. 2001. *Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*. McGrawHill International Editions. Third Edition.
- Chirinko, R.S. and A.R. Singha. 2000. Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comments *Journal of Financial Economics*, Vol.58, Hlm. 417-425.

- Copeland , Thomas E dan Fred J. 2003. Weston. *Financial Theory and Corporaet Policy*. International Editon; Addison Wesley.
- Dini Kusumawati, 2004, *Disertasi: Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Publik yang tercatat di Bursa Efek Jakarta*.
- Fama, E.F and J.D. MacBeth. 1973. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Test.” *Journal of Political Economy*, Vol.81, Hlm. 607-636.
- Freddy Danny, 2004 *Disertasi: “Pengaruh Aktivitas Pendanaan terhadap Persistensi Pola Struktur Modal Emiten Non Keuangan Pasca Penawaran Publik Perdana”*.
- Gaud, Philippe; Hoesli, Martin and Andre Bender. 2005. Debt-Equity Choice in Europe. *The FAME Research Paper Series*, June 2005: 1-37.
- Gaud, Philippe et al. 2003. The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis using Dynamic Panel Data. *The FAME Research Paper Series draft edition*, January 200, Hlm. 1-28.
- Harris, M dan A. Raviv. 1990. Capital Structure and the Informational Role of Debt. *Journal of Finance*, Vol.45, Hlm. 321-49.
- Harris, M and A. Raviv. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, Vol.46, Hlm. 29-355.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, Vo.76, Hlm. 323-329.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, Hlm.305-360.
- Lucas, Deborah dan Robert McDonald. 1990. Equity Issues and Stock Price Dynamics. *Journal of Finance*, Vol.45, Hlm. 1019-1043.
- Lemon, Michael R., Michael R. Roberts, and Jaime F. Zender, 2008, Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure, *Journal of Finance* 63, Hlm. 1575-1608.
- Manurung, Adler Haymans. 2004. Teori Struktur Modal: Sebuah Survei. *Usahawan*, No.04 Th XXXIII April 2004, Hlm. 20-26.
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* Vol.XXXIX, No. 3 Hlm. 575-592.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol.5, Hlm. 147-175.
- Rajan, R.G. dan L. Zingales. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, Vol.50, Hlm. 1421-1460.
- Shyam-Sunder, Lakshmi and Steward C. Myers, 1999, Testing static tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, No. 51, Hlm. 219-244.
- Stulz, R. 1990. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, Vol.26, Hlm. 3-27.
- Titman, S. dan R. Wessels. 1988. The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance*, Vol.43: Hlm. 1-19.
- Welch, Ivo. 2004. Capital Structure and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, Vol.112, No.1, Hlm. 106-131.