

ANALISIS KEPUTUSAN PENDANAAN PERUSAHAAN: PENGUJIAN EMPIRIK *PECKING ORDER THEORY* DAN *BALANCE THEORY*

Sujoko

Fakultas Ekonomi Universitas Tujuh Belas Agustus 45 Surabaya

E-mail: Rendra24-@yahoo.com

Abstract

This study addresses the specific issue of how firm actually select between equity or debt. The coefficient of model are estimated using multivariate logistic regression. This study throws light on a number of interesting issues. Firstly, it demonstrates that companies are heavily influenced by market condition and the past history of security price in choosing between equity and debt. Secondly, it provides empirical evidence that company appears to be consistent with the pecking order theory. Finally, the evidence in regard to balancing theory is less clear. It result are interesting, since the higher of business risk and volatility level, firms are more likely using the higher debt. It is not consistent with balance theory.

Keywords: *Security Offering, Pecking Order Theory, Balance Theory, Multivariate Logistic Regression*

Abstrak

Penelitian ini membahas masalah spesifik tentang bagaimana perusahaan benar-benar memilih antara ekuitas atau utang. Koefisien model diestimasi menggunakan regresi logistik multivariat. Studi ini menyoroti sejumlah isu menarik. Pertama, demonstrates bahwa perusahaan heavily dipengaruhi oleh kondisi pasar dan sejarah masa lalu harga keamanan dalam memilih antara ekuitas dan utang. Kedua, ia menyediakan evidence empiris bahwa perusahaan tampaknya konsisten dengan teori pecking order. Akhirnya, bukti dalam hal teori keseimbangan kurang jelas. Ini mengakibatkan menarik, karena semakin tinggi risiko bisnis dan tingkat volatilitas, perusahaan lebih cenderung menggunakan utang yang lebih tinggi. Hal ini tidak konsisten dengan teori keseimbangan.

Kata kunci: *Menawarkan Keamanan, Teori Pecking Order, Teori Balance, Regresi Logistik Multivariat*

Filosofi dasar keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana internal atau eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka: *static trade-off theory* atau *balance theory* dan *pecking order theory* atau

pecking order hypothesis (Myers, 1984; Bayless & Diltz, 1994; Kamath, 1997). Kedua filosofi pendanaan, baik *balance theory* maupun *pecking order theory* tersebut telah didefinisikan dengan jelas, Harris dan Raviv (1991).

Permasalahannya, kedua filosofi pendanaan ini tidak dapat dipahami dalam kondisi bagaimana sesungguhnya keduanya dapat diterapkan.

Berdasarkan pada kedua filosofi pendanaan baik *pecking order theory* maupun *balance theory*, isu utama penelitian ini meliputi dua macam, yaitu: 1. Mengapa perusahaan memilih menerbitkan sekuritas ekuitas atau utang; dan 2. Konsistensi pemilihan penawaran sekuritas dengan filosofi pendanaan *pecking order theory* ataukah *balance theory*. Harris dan Raviv (1991) mengindikasikan bahwa pemilihan struktur modal memberi sinyal kepada para *outsider* atau investor tentang informasi *insider*. Myers (1984) menyatakan para investor tertarik pada pemilihan pendanaan karena perubahan harga saham terjadi pada saat keputusan pemilihan struktur modal diumumkan.

Filosofi pendanaan atas dasar *balance theory*, didasarkan pada bahwa keputusan pendanaan perusahaan pada suatu struktur modal yang ditargetkan atau struktur modal yang optimal. Oleh karena itu perusahaan melakukan upaya-upaya secara sadar untuk mempertahankan struktur modal yang optimal untuk memaksimumkan nilai perusahaan (Kamath, 1997). Struktur modal optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat, dan penghematan pajak atas penggunaan utang terhadap biayanya, serta biaya kebangkrutan (Myers, 1984; Baskin, 1989; Stutz, in Raviv, 1991; Brigham & Gapenski, 1996:382). Filosofi *balance theory* menjelaskan bahwa masing-masing perusahaan akan menyesuaikan secara perlahan-lahan ke arah suatu kondisi struktur modal

yang optimal (Syam-Sunder & Myers, 1999).

Filosofi pendanaan atas dasar kerangka *pecking order hypothesis*, menyatakan bahwa perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas berdasarkan suatu urutan atau *hierarchy* yang paling menguntungkan pada suatu waktu tertentu dan tidak mendasarkan pada struktur modal yang ditargetkan (Kamath, 1997). Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dan internal dari pada eksternal. Urutan pendanaan yang disarankan atau diinginkan perusahaan berasal dari laba yang ditahan, pendanaan utang, atau penerbitan ekuitas baru (Myers, 1984).

Penerbitan sekuritas ekuitas menjadi pilihan terakhir dengan mendasarkan pada alasan bahwa para manajer tidak menginginkan terjadinya dilusi terhadap nilai saham bagi para pemegang saham lama (Viswanath, 1994), dan tidak menginginkan terjadinya *transfer of the control power* (Smith, dalam Chew, 1999). Di samping itu, pengaruh informasi yang tidak simetrik dan biaya penerbitan saham cenderung mendorong perilaku *pecking order theory* (Myers, 1984; Baskin, 1989). Implikasinya adalah perusahaan seharusnya berusaha memperkecil penerbitan saham. Perusahaan mungkin lebih memilih menerbitkan ekuitas pada kondisi di mana terjadi pengurangan informasi yang asimetrik (Myers, 1984; Lucas & Mc Donald, 1990; Choe *et al.*, 1989 in Bayless dan Diltz, 1994).

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dalam tiga hal. *Pertama*, pemilihan sekuritas perusahaan oleh Marsh (1982), dan Bayless dan Diltz (1994) mendasarkan

pada pemilihan sekuritas antara ekuitas, dengan menerbitkan saham biasa dan utang, dengan menerbitkan obligasi. Penelitian ini mendasarkan pemilihan penerbitan sekuritas ekuitas saham melalui *right issue*, dan emiten yang menerbitkan hutang diwakili emiten yang memiliki *debt ratio* tinggi dan tidak melakukan *right issue* ekuitas.

Kedua, penelitian ini menambah variabel penjelas lain, yaitu: tingkat pertumbuhan potensial perusahaan, ukuran perusahaan, risiko ekuitas yang diharapkan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pemilihan penawaran sekuritas. *Ketiga*, penelitian ini berusaha mempertimbangkan beberapa *proxy* untuk masing-masing variabel, sehingga diharapkan diperoleh suatu *proxy* yang dapat memberi kekuatan penjelas terbaik. Debat teoritis terus berlangsung terhadap struktur modal, namun bukti empiris relatif sedikit tentang bagaimana perusahaan sesungguhnya memilih antara ekuitas dan hutang.

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi motivasi perusahaan dalam melakukan pemilihan penawaran sekuritas antara ekuitas atau utang. Pemilihan sekuritas ekuitas konsisten dengan kebijakan struktur modal yang mendasarkan pada filosofi dan *pecking order theory* ataukah *balance theory*. Hasil empiris tentang penawaran sekuritas ekuitas dapat memberi sinyal kepada para *outsider* atau investor tentang informasi *insider*. Dengan demikian, hasil penelitian ini memberi beberapa pemahaman terhadap filosofi teori struktur modal sebagai filosofi dalam memilih alternatif instrumen pendanaan yang

tepat, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Keputusan struktur modal tetap merupakan teka-teki. Beberapa penelitian empiris telah dilakukan mengenai *balance theory* dan struktur modal yang optimal. Bukti empiris yang mendukung *balance theory*, seperti Swartz dan Aronson (1967), Long dan Mallitz (1985), dan Smith dan Watts (1992), Mackie-Mason (1990). Kesimpulan mereka konsisten dengan pandangan Modigliani dan Miller (1966) yang membuktikan pengaruh positif dari *interest tax shields* pada nilai pasar perusahaan *electric utilities*.

Bradley *et al.* (1984) melakukan tinjauan dan sintesis pada literatur teoritis dan empiris sebelumnya tentang struktur modal yang optimal, dan menyimpulkan bahwa temuan mereka mendukung *balance theory*. Berbeda dengan hasil penelitian Titman dan Wassels (1988) menggunakan pendekatan variabel laten, yang hanya menemukan bukti yang mixed dan peran berbagai faktor yang diprediksi oleh *balance theory*. Hasil penelitian lainnya yang mendukung bahwa perusahaan menyesuaikan ke arah target debt ratio, (misalkan, Tagart, (1977; Homaifar *et al.*, (1994); Marsh, 1982). Bukti penelitian mereka menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Bukti penelitian tentang *balance theory* belum sampai pada suatu kesimpulan akhir.

Beberapa penelitian empiris tentang *pecking order theory* juga dilakukan Baskin (1989); Marsh (1979,1982); Thies dan Klock (1992); Bayless dan Diltz (1994) dan Kamath (1997). Hasil penelitian mereka menyimpulkan hasil yang tidak

konsisten, tentang kecenderungan perusahaan mengikuti filosofi *pecking order theory* ataukah *balance theory* dalam membentuk keputusan struktur modal. Marsh (1982) dalam penelitiannya tentang penawaran sekuritas pada perusahaan UK dengan fokus pada bagaimana perusahaan memilih antara hutang dan ekuitas membuktikan bahwa perusahaan cenderung mengikuti filosofi *balance theory* dan *pecking order theory*.

Penelitian Thies dan Klock (1992) menguji berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal ditinjau dari filosofi *pecking order theory* dan *Balance theory*. Penghematan pajak merupakan alasan perusahaan menggunakan hutang, sedangkan biaya kebangkrutan dan keagenan membatasi perusahaan menggunakan hutang. Informasi yang asimetrik mendorong perusahaan untuk mempertahankan *reserve borrowing capacity*, untuk mendanai berbagai kesempatan investasi yang mendukung di masa yang akan datang.

Bayless dan Diltz (1994) melakukan penelitian tentang teori struktur modal dan penawaran sekuritas. Dari penelitian mereka menunjukkan bahwa pemilihan sekuritas adalah konsisten dengan *pecking order theory*. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984), Lucas dan McDonalds (1990), Kamath (1997). Namun, hasil penelitian mereka tidak membuktikan bahwa perusahaan berupaya mempertahankan filosofi *balance theory*.

Keputusan struktur modal yang secara teoritis mendasarkan pada *balance theory*, mengasumsikan perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai

pasar (Kamath, 1997). *Balance theory* memprediksi masing-masing perusahaan menyesuaikan secara perlahan-lahan ke arah *debt ratio* yang optimal (Shyam-Sunder dan Myers, 1999). Berdasarkan Leon Modigliani dan Miller (1966), semakin besar utang yang digunakan, semakin tinggi nilai perusahaan. Namun, model Modigliani dan Miller mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan.

Struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang disebut model *trade-Off* (Myers, 1984; Jensen & Meckling, 1979). Dugaan bahwa penggunaan hutang yang besar adalah lebih baik, tidak mendapat dukungan empiris. Hutang bisa lebih baik daripada ekuitas dalam beberapa kasus, namun dalam kasus lain menjadi buruk. Kadang-kadang semua pilihan pendanaan sama baiknya. Myers (1999) mengusulkan tiga dimensi yang sebaiknya dipertimbangkan oleh para manajer keuangan dalam pemilihan struktur modal, yaitu dimensi pajak, risiko dan tipe aset.

Tiga dimensi pajak, risiko dan tipe aset memiliki argumen yang jelas. Tingkat bunga adalah *tax deductible*. Beberapa perusahaan meyakini, bahwa mereka akan memperoleh laba yang dapat dikenakan pajak di masa yang akan datang. Semakin besar perusahaan menggunakan utang, semakin kecil nilai ekpektasi yang dapat direalisasikan dan *interest tax shields*.

Penggunaan utang yang semakin besar akan mengarah kepada kesulitan keuangan, (*cost of financial distress*) atau biaya kebangkrutan. Biaya kebangkrutan langsung

misalnya, fee hukum dan pengadilan, komisi *real estate*, (Myers, 1999:2 10 in Chew, Jr). Biaya informasi terjadi karena kesulitan pihak *outsider* mengetahui risiko sebenarnya dan prospek perusahaan, (Myers, 1999:212 in Chew, Jr).

Penggunaan utang yang tinggi berpotensi menyebabkan kerugian yang lebih besar pada perusahaan yang nilai pasarnya tergantung pada teknologi, modal manusia, kesempatan pertumbuhan, serta tipe *aset intangible*. Perusahaan yang memiliki aset yang bersifat *tangible* disarankan menggunakan kebijakan utang yang konservatif. Untuk aset yang bersifat *tangible* dapat menggunakan hutang yang relatif tinggi.

Pertimbangan terhadap tiga dimensi, *taxes*, *risk*, dan tipe aset, tidak bermaksud bagi manajer untuk menentukan berapa banyaknya penerbit utang. Namun demikian lebih merupakan kerangka pemikiran bagi struktur modal yang optimal. Keputusan pendanaan tergantung pada manajer keuangan, (Myers, 1999:213 in Chew, Jr).

Pecking order theory, mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama dan internal, *retained earning*, kemudian hutang berisiko rendah dan terakhir ekuitas (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Harris & Raviv, 1991). *Pecking order theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal (Syam-Sunder dan Myers, 1999).

Pecking order hypothesis memiliki asumsi yang mendasarinya

(Myers, 1984), yaitu: 1. Kebijakan dividen adalah *sticky*; 2. Perusahaan lebih suka pendanaan internal daripada eksternal, namun mereka berusaha mencari pendanaan eksternal bila perlu mendanai investasi riil yang memiliki NPV positif; 3. Jika mereka menghendaki pendanaan eksternal, mereka akan menerbitkan sekuritas yang lebih aman, mereka mulai dengan memilih utang, kemudian sekuritas hybrid, dan pendanaan ekuitas sebagai pilihan terakhir; dan 4. Ketika perusahaan mencari dana eksternal, pemilihan sekuritas dilakukan berdasarkan urutan, yaitu utang yang aman hingga ke yang berisiko, dan urutan terakhir adalah ekuitas eksternal.

Model *pecking order theory* memfokuskan pada motivasi manajer korporat, bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal. *Pecking order theory* mencerminkan persoalan yang diceritakan oleh asimetrik informasi. Pasar belajar dari tindakan para manajer karena para manajer diyakini memiliki informasi awal yang lebih baik. Dasar pemikirannya adalah (Myers, 1984 in Cooley, 1996:152): para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun mereka enggan untuk menerbitkan saham ketika mereka percaya saham mereka adalah *undervalued* (dinilai terlalu rendah). Mereka cenderung akan menerbitkan ketika saham mereka adalah *fairly price* (dihargai secara wajar) atau *overpriced* (dihargai terlalu tinggi).

Selain itu, investor memahami bahwa para manajer mengetahui lebih banyak dan mereka mencoba menerbitkan sesuai waktu yang tepat. Para investor menginterpretasikan

keputusan untuk menerbitkan ekuitas sebagai *bad news*, dan perusahaan dapat menerbitkan ekuitas pada harga diskon. Perusahaan yang bekerja berdasarkan filosofi *pecking order* dan membutuhkan ekuitas eksternal kemungkinan tidak akan memanfaatkan kesempatan investasi yang lebih baik, karena saham tidak dapat dijual pada "*fair price*".

Implikasi dan penjelasan di atas adalah: 1. Ekuitas internal adalah lebih baik dibanding ekuitas eksternal; 2. *Financial slack* adalah bernilai; 3. Utang adalah lebih baik daripada ekuitas, jika pendanaan eksternal dikehendaki hanya karena utang lebih aman daripada ekuitas. Myers (1984) memberikan dasar kebenaran, bahwa *pecking order theory*, mendasarkan pada informasi yang asimetrik.

Myers dan Majlufs (1984) membuat dua asumsi utama tentang manajer korporat: *Pertama*, mereka mengasumsikan seorang manajer perusahaan lebih banyak mengetahui tentang kesempatan investasi dan laba sekarang perusahaan, dibandingkan investor luar. *Kedua*, mereka mengasumsikan para manajer bertindak untuk kepentingan terbaik para pemegang saham, (Megginson, 1997:339).

Asumsi informasi yang asimetrik menyiratkan bahwa para manajer mengembangkan dan menemukan kesempatan baru investasi yang menarik dengan NPV positif, namun mereka tidak dapat menyampaikan informasi tersebut dengan baik kepada pemegang saham luar, karena pernyataan manajer tidak dipercayai. Investor tidak dapat mempercayai manajer. Menurut Myers dan Majluf, penyelesaiannya bagi perusahaan adalah mempertahankan

financial slack yang cukup yang dapat mendanai proyek NPV positif secara internal.

Model Myers dan Majluf (1984) juga menjelaskan reaksi pasar saham terhadap *leverage increasing event* dan *leverage decreasing event* (Megginson, 1997:340). Perusahaan lebih suka mendanai kesempatan investasi yang bernilai dengan dana internal, dan menggunakan dana yang berisiko paling rendah jika menggunakan dana eksternal. Perusahaan akan menerbitkan saham ketika *overvalued*. Investor menyadari insentif ini, dan juga menyadari bahwa investor memiliki informasi lebih baik tentang prospek perusahaan. Oleh karena itu investor selalu menyambut pengumuman penerbitan saham baru sebagai *bad news*, (Megginson, 1997:340).

Informasi yang asimetrik dan biaya penerbitan sekuritas mempengaruhi struktur modal dengan membatasi akses pada pendanaan dari luar (Myers,1984). Persoalan informasional terutama berkaitan dengan saham biasa (Baskin,1989). Asimetrik informasi menghalangi kemampuan perusahaan untuk meraih dana melalui penerbitan saham baru (Baskin,1989).

Leverage decreasing event berkaitan dengan penurunan harga saham. Manajer menerbitkan ekuitas saham hanya jika terpaksa dengan penurunan laba dan tindakan sukarela yang menantang kepentingan pemegang saham untuk memperkaya mereka sendiri. Pengumuman *leverage increasing event* menyarankan bahwa manajer korporasi adalah cukup yakin tentang kekuatan laba perusahaan yang akan datang yang dapat meningkatkan tingkat utang korporat tanpa

mengurangi kemampuan mendanai investasi secara internal.

Penerbitan utang direspon sebagai *good news* (Megginson, 1997:340), dengan menunjukkan dua keterbatasan *pecking order hypothesis*. Pertama, *pecking order theory* tidak dapat menjelaskan semua aturan struktur modal yang diamati dalam praktik. Teori ini tidak dapat menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan dan biaya penerbitan sekuritas.

Kedua, teori ini mengabaikan persoalan keagenan yang signifikan yang dengan mudah muncul ketika manajer perusahaan mengakumulasi *financial slack* begitu besar, yang mereka imunitasikan pada disiplin pasar. Namun demikian *pecking order theory* dapat menjelaskan dengan lebih baik aspek tertentu perilaku korporat yang diamati, yaitu tentang pemilihan pendanaan korporat dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan lebih suka memperoleh modal dengan prioritas: 1. dari *retained earning*, 2. dari *debt*, dan 3. dari penerbitan ekuitas baru. Menurut Myers, perilaku itu kemungkinan disebabkan adanya penghematan biaya langsung, biaya transaksi dan mengurangi dividen sekarang yang dapat kena pajak (Baskin, 1989; Myers, 1984). Dana dan laba yang ditahan sudah tersedia, walaupun harus diinvestasikan kembali sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan. Oleh karena itu profitabilitas diharapkan berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas.

Ukuran penawaran sekuritas yang semakin besar akan memberi

sinyal yang buruk bagi investor, sehingga harga saham turun (Myers & Majluf, 1984; Harris & Raviv, 1991). Ukuran penawaran sekuritas yang semakin besar menyebabkan perusahaan pada posisi yang lebih berisiko. Penerbitan saham biasa baru akan berakibat dilusi nilai saham bagi pemegang saham lama, apabila harga jual ditetapkan dibawah harga pasar, (Vismanath, 1990). Peningkatan dalam ukuran penawaran sekuritas seharusnya meningkatkan probabilitas perusahaan untuk menerbitkan utang (Bayless & Diltz, 1994).

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa dengan mempertahankan ukuran penawaran seluruhnya konstan, kenaikan harga saham akan meningkatkan bagian kesempatan pertumbuhan yang dipertahankan oleh stockholder lama dan mengurangi kerugian nilai perusahaan terhadap stockholder baru. Hal ini berarti penerbitan ekuitas menjadi lebih menarik setelah ada kenaikan harga saham perusahaan. Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa probabilitas penerbitan ekuitas meningkat bila ada kenaikan nilai saham perusahaan yang dipertahankan oleh pemegang saham.

Perusahaan akan memilih waktu yang tepat untuk menerbitkan sekuritas pada periode waktu tertentu, ketika terjadi penurunan tingkat informasi yang asimetrik (Myers, 1984; Choe, *et al.*, 1989 in Harris & Raviv, 1991). Pemilihan waktu tertentu yang tepat untuk menerbitkan sekuritas ekuitas pada saat terjadi kenaikan harga ekuitas dan kondisi pasar modal yang menguntungkan (Myers, 1984; Lucas & McDonald, 1990; Bayless & Diltz, 1994). Perusahaan lebih

mungkin untuk menerbitkan ekuitas setelah kinerja pasar ekuitas atau pasar modal menguntungkan, yang ditandai dengan meningkatnya indeks harga saham gabungan.

Kane, *et al.* (1991) menjelaskan bahwa adanya penggunaan utang yang tinggi akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan, dan pada suatu tingkat hutang tertentu semakin tinggi risiko bisnis, maka semakin besar kemungkinan kebangkrutan. Risiko bisnis ditentukan oleh variabilitas pendapatan yang akan diterima pada masa yang akan datang (Fern dan Jones, 1979).

Myers (1984) menjelaskan bahwa jika *Balance theory* adalah benar perusahaan kadang-kadang berada di atas dan di bawah struktur modal yang optimal atau yang ditargetkan. Perusahaan yang struktur modalnya di bawah struktur modal yang optimal adalah lebih mungkin mengganti penggunaan ekuitas dengan hutang. Struktur modal di atas struktur modal yang optimal adalah lebih mungkin mengganti penggunaan utang dengan ekuitas (Myers, 1984; Marsh, 1982).

Balance theory memprediksi suatu hubungan yang negatif antara variabilitas pendapatan dan penggunaan hutang (Thies & Klock, 1992). Perusahaan dengan pendapatan yang relatif stabil memungkinkan untuk dapat memprediksikan pendapatan yang akan datang secara tepat. Pendapatan yang stabil memungkinkan perusahaan mampu meminjam lebih besar. Volatilitas akan menaikkan biaya kebangkrutan. Berdasarkan uraian ini dapat dirumuskan hipotesis bahwa H₁: Volatilitas pendapatan berpengaruh

positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Metode Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber, yakni: 1. *Indonesian Capital Market Directory*; 2. Jurnal Pasar Modal Indonesia; 3. *Jakarta Stock Exchange Statistic Fact Book*; 4. Laporan Mingguan Bank Indonesia; dan 6. *Indonesian Business Data Center*. Untuk mendapatkan data yang representatif, pengambilan data dilakukan dengan metode *sampling*, yaitu metode *purposive sampling*. Perusahaan yang dipilih dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2001 hingga 2005.

Kriteria obyek penelitian yang akan diambil sebagai sampel meliputi: 1. Perusahaan yang melakukan penawaran sekuritas ekuitas baru, dengan fokus pada emiten yang melakukan *right issue* ekuitas. Emiten yang memilih menggunakan atau menawarkan hutang adalah emiten yang memiliki *debt ratio* meningkat dan tidak melakukan *right issue* ekuitas, sebagai *control group*. 2. Emiten yang sahamnya relatif paling aktif dengan mendasarkan pada kriteria frekuensi perdagangan. 3. Perusahaan memiliki ukuran (SIZE) yang relatif sama besarnya. Hal ini dapat dilihat dan rata-rata ukuran masing-masing kelompok yang tidak berbeda secara signifikan. 4. Emiten melaporkan Laporan Keuangan lengkap minimal selama periode lima tahun.

Berdasarkan pada kriteria sampel, total sampel yang dianalisis sebanyak 96 observasi, terdiri 66 perusahaan yang melakukan penawaran ekuitas baru, sedangkan sisanya sebanyak 30 adalah perusahaan yang menggunakan hutang. Data yang diperoleh dari sampel dianalisis menggunakan *logit model* atau *logistic regression*. Perumusan model *logit* tentang pemilihan penawaran sekuritas adalah dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} - \beta_2 OFFSZ_{it} + \beta_3 PRICE_{it} + \beta_4 IHSG_{it} + \beta_5 BRISK_{it} + \beta_6 DVTAR_{it} + \beta_7 VOLAT_{it} - \beta_8 GROWTH_{it} - \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} BETA_{it} + m_1$$

Dengan Y_{it} = Pemilihan Sekuritas Ekuitas, $Y_{it} = 1$ jika emiten memilih menerbitkan sekuritas ekuitas; $Y_{it} = 0$ jika emiten memilih menggunakan atau menerbitkan sekuritas hutang; ROA_1 = Profitabilitas; $OFFSZ_2$ = Ukuran Penawaran Sekuritas; $PRICE_3$ = Harga saham; $IHSG_4$ = Indek Harga Saham Gabungan; $Brisk_5$ = Risiko bisnis; $DVTAR_6$ = Deviasi dari struktur modal yang ditargetkan; $VOLAT_7$ = Volatilitas Pendapatan; $GROWTH_8$ = Pertumbuhan Potensial Perusahaan; $SIZE_9$ = Ukuran Perusahaan; $BETA_{10}$ = Risiko Ekuitas; α = Konstanta; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}$, = Koefisien regresi; dan m_1 = *Disturbance error*.

Variabel dependen dalam penelitian ini didefinisikan sebagai pemilihan sekuritas (Y_{it}) antara penawaran ekuitas ataukah penawaran hutang, dengan $Y_{it} = 1$, jika emiten memilih menerbitkan sekuritas ekuitas, $Y_{it} = 0$ jika emiten memilih menggunakan atau menerbitkan sekuritas hutang. Keputusan

penawaran sekuritas antara pemilihan untuk menerbitkan ekuitas, diwakili oleh emiten yang menerbitkan ekuitas melalui *right issue*.

Emiten yang memilih menerbitkan hutang diwakili oleh emiten yang memiliki *debt ratio* tinggi dan tidak melakukan *right issue* ekuitas sebagai *controll group*. Variabel independen dalam model penelitian ini dibagi atas tiga kelompok, yaitu variabel *balance theory*, variabel *pecking order theory* dan variabel penjelas lainnya. Dalam penelitian ini digunakan proksi untuk beberapa variabel dan dipilih proksi yang memiliki kekuatan penjelas (*explanary power*).

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Organisasi bahasan akan diawali dengan statistis deskriptif. Statistis deskriptif meliputi angka statistik, *mean*, standard deviasi, nilai ekstrim, dan uji normalitas data. Statistik deskriptif lebih berhubungan dengan karakteristik sampel penelitian. Tabel 1. memberikan gambaran tentang karakteristik sampel yang dipakai dalam penelitian. Karakteristik sampel meliputi *mean*, *standard deviation*, nilai ekstrim: minimum dan maksimum, untuk masing-masing variabel; *pecking order theory* dan *balance theory* antara kelompok perusahaan-perusahaan yang melakukan penerbitan ekuitas baru melalui *right issue* dan kelompok perusahaan yang menggunakan atau menerbitkan utang.

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan menggunakan pendekatan analisis *multivariate logistic regression*. Sebelum melakukan analisis multivariate maka

langkah pertama yang dilakukan adalah analisis uji *univariate* dengan pendekatan *Mann-Whitney Test* dan *Wilcoxon W. Test*. Tujuan analisis *univariate* adalah untuk memilih variabel yang dimasukkan ke dalam model. Pedoman umumnya variabel yang di uji memiliki *p-value* < 0,25 (Hosmer & Lemeshow, 1989:86).

Tujuan uji *univariate* adalah untuk memperoleh suatu *proxy* terbaik untuk masing masing variabel penjelas. Uji signifikansi *univariate* mendasarkan pada nilai *asymptotic significance* dua sisi yang diperoleh dan analisis *Mann-Whitney Test* dan *Wilcoxon W*. Dalam penelitian ini digunakan beberapa proksi untuk beberapa variabel dan dipilih proksi yang memiliki kekuatan penjelas (*explanary power*) terbaik. Setiap variabel yang *proxy* nya berdasarkan uji *univariate* memiliki *p-value* < 0,25 dipilih untuk dimasukkan ke dalam *multivariate logistic regression model*.

Perbedaan antara kedua kelompok sangat signifikan berdasarkan basis variabel profitabilitas (ROA) signifikan pada $\alpha = 15\%$, ukuran penawaran sekuritas (OFFSZ) signifikan pada $\alpha = 5\%$, harga saham (PRICE) signifikan pada $\alpha = 1\%$, risiko bisnis (BRISK) dengan *proxy, unsystematic risk* signifikan pada $\alpha = 1\%$, variabel deviasi dari struktur modal yang ditargetkan (DVTRA) dengan proksi *debt equity ratio* yang dirata-ratakan signifikan pada $\alpha = 15\%$, volatilitas pendapatan (VOLAT) dengan *proxy* stardart deviasi dari perubahan prosentase NOI di bagi total asset signifikan pada $\alpha = 1\%$, kesempatan pertumbuhan (GROWTH) dengan *proxy total asset* akhir tahun dibagi *total asset* awal tahun, signifikan pada $\alpha = 1\%$, ukuran perusahaan (SIZE) dengan *proxy sales* ($\alpha = 15\%$). Variabel yang tidak signifikan adalah BETA. Hasil analisis data ini secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 2 dan 3.

Tabel 1. Statistik Deskriptif dan Distribusi Variabel *Pecking Order Theory* dan Variabel *Balance theory* Untuk Penerbitan Ekuitas dan Utang

Variabel	Simbol	Mean	Std. Dev	Extreme value		Equity issuer		Debt issuer	
				Min	Max	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev
<u>A. Packing order theory</u>									
1. Profitabilitas	ROA	19139	14452	00896	94348	20049	1334030	17134	16711
2. Ukuran Penawaran Sekuritas	OFFSZ	28998	20533	05957	1,66541	25269	12343	37201	30633
3. Harga Saham	PRICE	1,12524	31553	43972	2,37183	1,16425	36970	1,03939	9,32E-02
4. Kondisi Pasar Modal	IHSG	1,12075	22673	65193	1,65212	1,17127	25853	1,00961	00000
<u>B. Balance theory</u>									
1. Risiko bisnis	BRISK	35923	1,63225	00320	15,4463	15007	43055	81939	2,82729
2. Deviasi dari Struktur Modal yang Ditargetkan	DVTARA	-5,50E-02	39688	-1,70249	1,68467	-2,10E-02	47965	00000	00000
3. Volatilita Pendapatan	VOLAT	7,37E-02	16719	00053	1,44983	2,49E-02	2,34E-02	18084	27028
<u>C. Variabel penjelas lainnya</u>									
1. Kesempatan pertumbuhan	GROWTH	1,48899	53115	91398	5,35795	1,59632	58440	1,25285	27349
2. Ukuran Perusahaan	SIZE	256397,4	530202,9	5371,50	4003517	221770,7	510329,9	332576,1	573083,6
3. Risiko Ekuitas	BETA	85937	1,05738	-72400	6,73900	82613	90054	93250	1,35524

Analisis Keputusan Pendanaan Perusahaan...(Sujoko)

Tabel 2. Signifikansi Uji *Univariate Independent Sample Test* Perbedaan antara Penerbitan Ekuitas dan Utang

Variabel	Simbol	Mean Whitney (U)	Wilcoion W (Z)	Asymp. Sig (2 tailed)
<u>A. Packing order theory</u>				
1. Profitabilitas	ROA****	793.00	1258.00(-1.557)	0.119
2. Ukuran Penawaran Sekuritas	OFFSZ**	723.00	2934.00(-2.110)	0.035
3. Harga Saham	PRICE**	740.00	1205.00(-4.095)	0.048
4. Kondisi Pasar Modal	IHSG*	480.00	945.00(-4.095)	0.000
<u>B. Balance theory</u>				
1. Risiko bisnis	BRISK*	527.00	2738.00(-3.660)	0.000
2. Deviasi dari Struktur Modal yang Ditargetkan	DVTARA****	795.00	3006.00(-1.568)	0.117
3. Volatilita Pendapatan	VOLAT*	111.00	2322.00(-6.948)	0.000
<u>C. Variabel penjelas lainnya</u>				
1. Kesempatan pertumbuhan	GROWTH*	388.00	853.00(-4.758)	0.000
2. Ukuran Perusahaan	SIZE****	797.00	3008.00(-1.526)	0.127
3. Risiko Ekuitas	BETA	941.00	1406.50(-3830)	0.701

Sumber Diolah Penulis

Tabel 3. Hasil Koefisien Logit Model

Hipotesis	Variabel	Simbol	Hasil β	Harapan	Kesimpulan
<u>A. Packing order theory</u>					
H1.1a	1. Profitabilitas	ROA	6.8357**	$\beta > 0$	Didukung
H1.1b	2. Ukuran Penawaran Sekuritas	OFFSZ***	4.2077	$\beta < 0$	Tidak Didukung
H1.1c	3. Harga Saham	PRICE	3.4707**	$\beta > 0$	Didukung
H1.1d	4. Kondisi Pasar Modal	IHSG	11.3922*	$\beta > 0$	Didukung
<u>B. Balance theory</u>					
H1.2a	1. Risiko bisnis	BRISK	-2.8422*	$\beta > 0$	Tidak Didukung
H1.2b	2. Deviasi dari Struktur Modal yang Ditargetkan	DVTARA***	2.1826	$\beta > 0$	Tidak Didukung
H1.2c	3. Volatilita Pendapatan	VOLAT	53.1958*	$\beta > 0$	Tidak Didukung
<u>C. Variabel penjelas lainnya</u>					
H1.3a	1. Kesempatan pertumbuhan	GROWTH	9.3312**	$\beta < 0$	Tidak Didukung
H1.3b	2. Ukuran Perusahaan	SIZE	-3.10E-06*	$\beta < 0$	Didukung
H1.3c	3. Risiko Ekuitas	BETA***	1.3088	$\beta > 0$	Tidak Didukung
- N		96			
- Cox & Snell - R ²		0.584			
- Nagelkerke - R ²		0.822			
- Model, Chi-Square		84.266 (sig 0.000)			

- * Signifikan 5%
- ** Signifikan 10%
- *** Variabel ini di drop dari model logistic regression dengan metode back stepwise (Wald)
- Variabel dependen adalah pemilihan sekuritas ekuitas

Analisis multivariat dilakukan dengan pendekalan *logistic regression* yang menggunakan metode *backward stepwise wald* (Hosmer & Lemeshow, 1989:87). Uji signifikansi terhadap koefisien logit dilakukan dengan menggunakan *wald statistic* (Hosmer & Lemeshow, 1989:16; Bayless & Diltz, 1994; Hair et al., 1995:133) yang ditunjukkan oleh nilai pada *p-value* Metode *backward stepwise* di mulai dengan memasukkan semua variabel yang tidak layak masuk dalam persamaan *logistic regression* dikeluarkan satu persatu.

Berdasarkan metode *backward stepwise*, model kedua menyatakan bahwa variabel yang dikeluarkan adalah variabel BETA. Model tiga, variabel DVTAR dikeluarkan. Model keempat variabel ukuran penawaran

sekuritas OFFSZ dikeluarkan. Dengan mengeluarkan variabel dari model maka nilai P meningkat untuk masing-masing variabel yang layak dalam persamaan. Hasil koefisien logit model disajikan dalam Tabel 6, dan ringkasan hasil empiris disajikan dalam Tabel 4.

Hasil koefisien *Logit* variabel *pecking order theory* menunjukkan, bahwa pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan adalah dipengaruhi secara signifikan oleh variabel ROA, PRICE dan IHSG dan Variabel penjelas lainnya, SIZE. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Marsh (1982), Bayless dan Diltz (1994), Lucas dan McDonald (1990), Thies dan Klock (1992), Baskin (1989), Homaifair et al. (1994) menemukan bukti bahwa perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh kondisi pasar dan harga

Tabel 4. Ringkasan Hasil Empiris

Hipotesis	Variabel	Simbol	B	S.E.	Wald	Sig	R
<u>A. Packing order theory</u>							
H1.1a	1. Profitabilitas	ROA	6.8357	3.8133	3.2135	0730**	1009
H1.1b	2. Ukuran Penawaran						
H1.1b	Sekuritas	OFFSZ***	4.2077	-	-	0402	1361
H1.1c	3. Harga Saham	PRICE	3.4707	2.0842	2.7731	0959**	0805
H1.1d	4. Kondisi Pasar Modal	IHSG	11.3922	4.8516	5.5139	0189	1717
<u>B. Balance theory</u>							
H1.2a	1. Risiko bisnis	BRISK	-2.8422	1.3033	4.7555	0292	-1520
H1.2b	2. Deviasi dari Struktur Modal yang Ditargetkan	DVTARA***	2.1826	-	-	1396	0391
H1.2c	3. Volatilita Pendapatan	VOLAT	53.1958	17.7117	9.0205	0027*	-2426
<u>C. Variabel penjelas lainnya</u>							
H1.3a	1. Kesempatan pertumbuhan	GROWTH	9.3312	3.3519	-7.7501	0054**	2196
H1.3b	2. Ukuran Perusahaan	SIZE	-3.10E-06	1.56E-06	4.0268	0448*	-1304
H1.3c	3. Risiko Ekuitas	BETA***	1.3088	-	-	2526	00000
- N			96				
- Cox & Snell - R ²			0.584				
- Nagelkerke - R ²			0.822				
- Model, Chi-Square			84.266 (sig 0.000)				

- * Signifikan 5%
- ** Signifikan 10%
- *** Variabel ini di drop dari model logistic regression dengan metode back stepwise (Wald)
- Variabel dependen adalah pemilihan sekuritas ekuitas

sekuritas di masa lalu. Hal ini sesuai dengan pendapat Myers (1994), bahwa penerbitan ekuitas dilakukan hanya pada kondisi pasar modal dan harga saham yang menguntungkan.

Bukti penelitian tentang *balance theory*, bahwa koefisien variabel BRISK, VOLAT adalah negatif dan signifikan terhadap pemilihan sekuritas ekuitas. Hasil temuan ini menarik karena ketika risiko tinggi, perusahaan cenderung menggunakan hutang. Hasil temuan ini tidak konsisten dengan *balance theory*, yang mensyaratkan bahwa ketika tingkat risiko semakin tinggi perusahaan sebaiknya tidak menggunakan hutang. Hasil penelitian tidak mendukung hasil temuan Bradley *et al.* (1984), Marsh (1982), dan Targat (1977), yang menyimpulkan bahwa perusahaan dalam melakukan pemilihan sekuritas cenderung berusaha mencapai target *debt ratio*. Hasil penelitian ini memberi bukti empiris bahwa penawaran sekuritas selama tahun pengamatan 2001-2005 adalah lebih cenderung mengikuti *pecking order theory*.

Penutup

Hasil penelitian memberi bukti empiris bahwa pemilihan penawaran sekuritas ekuitas selama periode pengamatan tahun 2001-2005 cenderung mengikuti *pecking order theory*. Informasi ini mengindikasikan bagi perusahaan penerbit saham bahwa penawaran ekuitas baru dilakukan hanya pada kondisi penurunan asimetrik informasi. Perusahaan cenderung melakukan penawaran ekuitas baru ketika kinerja harga saham naik dan kondisi pasar modal menguntungkan.

Perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh kinerja harga saham, kondisi pasar modal dan profitabilitas masa lalu dalam memilih antara ekuitas dan hutang. Temuan ini konsisten dengan filosofi *pecking order theory*. Bukti empiris tentang variabel *balance theory* adalah menarik. Hasil penelitian menjelaskan bahwa koefisien logit variabel BRISK dan variabel VOLAT adalah negatif dan signifikan terhadap pemilihan sekuritas ekuitas.

Hasil temuan ini menarik karena ketika risiko tinggi perusahaan cenderung menggunakan utang yang tinggi. GROWTH adalah positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas. Pengaruh variabel GROWTH yang positif, menjelaskan perusahaan akan menerbitkan ekuitas daripada hutang ketika besarnya kesempatan pertumbuhan. Variabel SIZE adalah negatif dan signifikan. Hasil temuan ini menjelaskan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin kecil kemungkinan untuk menerbitkan ekuitas. Variabel OFFSZ, DVTAR, dan BETA tidak dapat memberi penjelasan tentang mengapa perusahaan memilih untuk menerbitkan ekuitas.

Penelitian mempunyai beberapa keterbatasan. *Pertama*, pengujian terhadap penawaran sekuritas, terhadap pemilihan struktur modal, seharusnya lebih tepat dilakukan antara kelompok emiten yang menerbitkan ekuitas saham dan kelompok emiten yang menerbitkan hutang obligasi. *Kedua*, variabel BETA, DVTAR, dan OFFSZ dikeluarkan dari *logit regression* berdasarkan metoda *backward stepwise (wald)*. Hal ini mungkin terjadi karena *proxy* dari masing-

masing variabel kurang dapat menangkap berbagai aspek yang disarankan oleh teori. Ketiga, penelitian ini didasarkan pada penelitian yang pernah dilakukan di USA dan UK, sehingga perbedaan karakteristik emiten seperti keandalan SDM khususnya *fund manager*, strategi investasi, dan budaya hutang tidak dikontrol dalam penelitian ini.

Berdasarkan pada keterbatasan-keterbatasan penelitian ini, maka dapat disarankan kemungkinan-kemungkinan pengembangan penelitian yang akan datang. *Pertama*, penelitian yang akan datang dapat juga dilakukan terhadap seluruh perusahaan yang melakukan penawaran ekuitas baru di Bursa Efek Jakarta. Pengaruh dari jenis industri terhadap variabel penelitian dapat diperlakukan sebagai *dummy* variabel (Ferri & Jones, 1977).

Kedua, *proxy* variabel BETA, DVTAR, OFFSZ, penting untuk diuji kembali. Tujuan pengujian kembali terhadap variabel ini untuk mengidentifikasi kemampuan variabel memberi penjelasan dengan mempertimbangkan karakteristik pasar modal dan metode pendekatan lainnya. Penelitian ke depan perlu mempertimbangkan bias pada beta sebagai akibat perdagangan sekuritas yang tidak sinkron, dan kajian tentang kemungkinan bias pada analisis variabel DVTAR.

Ketiga, perbedaan karakteristik pasar modal dan pelaku pasar modal, seperti kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh para manajer di Indonesia dan USA dapat dikatakan sangat berbeda. Fenomena ini dapat diteliti dengan melakukan penelitian *surve* tentang konsistensi pandangan dan praktik-praktik para manajer perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia berkaitan dengan

isu penelitian ini seperti yang dilakukan Kamath (1997).

DAFTAR PUSTAKA

- Baskin, J. 1989. *An empirical investigation of The Pecking Order Hypothesis*. Financial Management, 18, 26-35.
- Bayless, E. M. and Diltz, DJ. 1994 *Securities Offering and Capital Structure Theory*. Journal of Business Finance & Accounting. 21, 77-91.
- Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, J.A. 1999. *Investment*. Singapore: McGraw-Hill International Edition.
- Bradley, M., Jarrell, G and Kim, E.H. 1984. *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*. Journal of Finance, 39,8-57-578.
- Brigham, E.F. and Gapenski C.L. 1993. *Intermediate Financial Management*, Fourth Edition. New York: Harcourt Brace College Publisher.
- Cooper D.R. and Emory W.C. (1995). *Business Research Methods*. Fifth Edition. New York: Irwin.
- Ferri, M and Jones W. 1979. *Determinants of Financial Structure: A New Mythological Approach*. Journal of Finance, 43, 631-644.
- Gujarati, D.N. 1995. *Basic Econometric*. Singapore: McGraw-Hill Company.

- Harris, M. and Raviv, A. 1991. *The Theory of Capital Structure*. Journal of Finance, 46, 297-355
- Homaifar, G., Zietz, J. and Benkato, O. 1994. *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*. Journal of Business Finance and Accounting, 21, 1-4.
- Hosmer, Jr., D.W. and Lemeshow, S. 1989. *Applied logistic Regression*. New York: John Wiley & Sons.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. 1976. *The Theory of Firm: Managerial Behaviour Agency Cost and capital-Structure*, Journal of Financial Economics, 651-665.
- Jones, C.P. 1998. *Investment: Analysis and Management*. New York: John Wiley and Son Inco.
- Kale, Jr., Noe, T.H and Ramirez, G.G. 1991. *The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evedence*. Journal of Finance, 46, 1693-1715.
- Kamath, R.R. 1997. *Long-Term Financing Decisions: View and Practices of Financial Managers of Financial Managers of NY-SE Firms*. The Financial Review, 32, 350-356.
- Long, M.S. and Malitz, E.B. 1985. *Investment Patern and Financial Leverage*. In: Freidmen, B. (Ed.), *Corporate Capital Structures In The United Stated*. University Of Chicago Press, Chicago, IL.
- Lucas, D.J. and McDonald, R.L. 1990. *Equity Issue and Stock Price Dynamics*. Financial Review, 45, 10 19-1043.
- Mackie-Mason, J., 1990. *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?* Journal of Finance, 45:1471-1494.
- Marsh, P. 1979. *Equity Right Issues and The Efficiency of The UK Stock Market*, Journal of Finance, 34, 839-862.
- Marsh, P. 1982. *The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study*. Journal of Finance, 37, 121-144.
- Megginson, W.L. 1997. *Capital Structure Theory, dalam Megginson, W.L., Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley, 305-346.
- Miller, M.H. and Modigliani, F. 1966. *Some estimated of The Cost of Capital to The Electric Utility Industry*. American Econoinic Review, 53:433-43
- Myers, S.C. 1999. *The Search for Optimal Capital Structure*, dalam Donald, C.H., Jr., *The New Corporate Finance Theory*. Second Edition, 29-34.
- Myers, S.C. 1996. *Still Researching for Optinial capital structure*, dalam Cooley, P.L. *Advances in Business Financial Management*, The Dryden press, 147-163.
- Myers, S. And Majluf, N. 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions When*

-
- Firms Have Information Investors Do Not Have.* Journal of Financial Economics, 13, 187-221.
- Sekaran, U. 1992. *Research Methods For Business: A Skill Building Approach*, New York: John Willey & Soon, Inc.
- Scwartz, E. and Aronson, R., 1967. *Some Sorogate Evidence in Support of The Concept of Optimal Financial Structure*, Journal of Finance, 22:10-18.
- Shyam-Sunder, L. and Myers, S.C., 1999. *Testing Static Tradeoff againt Pecking Order Model of Structure.* Journal of financial Economics, 51:219-244.
- Smith, C.W. Jr. 1990. *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview.* Dalam Smith, C.W. Jr., *The Modem Corporate Finance.* New York: McGraw Hill.
- Smith, C.W. and Watts, R.L., 1992. *The Investment Oppurtunity Set and Corporate Financing. Dividend and Compensation Policies.* Journal of Financial Economics, 51:219-244.
- Smith, Jr. C.W. 1999. *The Theory Of Corporate Finance: A Historical Overview* dalam Smith, Jr. C. W. *The Modern Corporate Finance,* New York: McGraw Hill.
- Taggaart, R. 1977. *A model of corporate Financing decisions.* Journal of Finance. 32, 1467-1484.
- Thies, C.F. and Klock, M.S. 1992. *Determinants of capital Structure.* Financial Review, 40-52.
- Titman, S. And Wessels, R. 1988. *The Determinants of capital Structure Choice.* Journal of Finance, 43, 1-20.
- Viswanath, P.V. 1993. *Strategic Consederation, the Pecking Order Hypotheses and Market Reaction to Equity Financing.* Journal of Financial and Quantitative Analysis, 28, 213-234.
- Weston, J.F. and Brigham, E.F. 1990. *Essentialis of Managerial Finance.* Orlando: The Dryden Press International Edition.