

Pemilihan Sumber Pendanaan Perusahaan Berdasarkan Hipotesis Pecking Order

Ida

Dosen Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen-Univ. Kristen Maranatha
(Jl. Prof. Drg. Suria Sumantri No.65, Bandung)

Abstract

This Article proposes a rational justification to the Pecking order Hypothesis through relationship with Modigliani Miller Proposition I. The reason to support our justification is 7 (seven) incentives of Pecking order Hypothesis. The 7 (seven) incentives of Pecking order Hypothesis are tax incentive for debt, the bankruptcy costs mitigation incentive, signalling incentive due to information asymmetry, under/over – investment mitigation incentive due to information asymmetry, asset substitution incentive, managerial risk aversion incentive, and transaction costs incentive. The implications are 5(five) incentives to prefer use debt than equity and 2 (two) Incentives to prefer use equity than debt.

Keywords: Incentives of Pecking order Hypothesis, Modigliani Miller Proposition I.

Pendahuluan

Setiap perusahaan didirikan pasti mempunyai tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemiliknya. Kekayaan pemilik yang maksimal tercermin dari nilai perusahaan yang maksimal. Untuk mencapai tujuan perusahaan ini, salah satu faktor yang penting dari segi keuangan adalah bagaimana peranan manajer keuangan di dalam mengelola dana. Pengelolaan dana mencakup bagaimana manajer keuangan memperoleh sumber dana yang efisien dan mengalokasikannya atau menginvestasikannya secara efektif. Dengan pengelolaan yang optimal dari segi pendanaan dan investasi ini, maka tujuan perusahaan memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan dapat tercapai.

Ini berarti sumber pendanaan mempunyai peranan yang penting bagi tercapainya tujuan perusahaan. Peranan manajemen struktur modal diperlukan di dalam memadukan sumber-sumber dana yang digunakan perusahaan untuk operasionalnya yang akan memaksimumkan nilai perusahaan itu sendiri. Menurut Yuhasril (2006) pencarian struktur modal yang optimal merupakan pekerjaan yang sangat sulit, karena adanya konflik yang mengarah kepada biaya agensi yaitu konflik lama antara pemegang saham dan pemegang obligasi dalam penetapan struktur modal optimal suatu perusahaan.

Dalam kebijakan pendanaan, manajer keuangan dihadapkan pada sejumlah alternatif dalam menentukan sumber dana yang dibutuhkan untuk pembiayaan perusahaan. Alternatif pembiayaan tersebut dapat diperoleh melalui pasar modal ataupun pasar uang. Namun manajer keuangan dihadapkan pada persoalan bagaimana memilih alternatif sumber pembiayaan yang tepat yang dapat memberikan hasil yang optimal bagi perusahaan dan pada akhirnya bagi pemilik perusahaan.

Christianti (2006) berpendapat bahwa seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara teliti mengenai sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Masulis dan Korwar (1986) yang menemukan bukti bahwa jika harga saham perusahaan terlalu tinggi maka perusahaan akan menurunkan harga saham dengan cara menerbitkan saham, sehingga pendanaan yang berasal dari hutang akan turun dengan adanya penambahan dana dari penerbitan saham. Titman dan Wessels (1988) menemukan bukti bahwa setelah perusahaan mendapatkan laba, perusahaan akan menggunakan labanya untuk mengurangi hutang, sehingga penggunaan hutang dalam pendanaannya menjadi turun. Friend dan Lang (1988) dalam Christianti (2006) menemukan adanya perubahan struktur kepemilikan dalam perusahaan juga menyebabkan perubahan struktur modal. Seorang manajer yang mempunyai jumlah kepemilikan saham paling banyak akan lebih memilih mendanai perusahaannya dengan hutang dibanding menerbitkan saham, karena akan menyebabkan penurunan kepemilikan sahamnya.

Berbagai fenomena mengenai keputusan pendanaan perusahaan dapat dilihat dari pilihan struktur modal perusahaan pada beberapa negara. Titman dan Wessels (1988) telah melakukan penelitian mengenai penentu pilihan struktur modal pada perusahaan manufaktur yang ada di U.S. periode tahun 1974 – 1982. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur yang ada di U.S. menentukan pilihan struktur pendanaannya dengan mempertimbangkan biaya transaksi. Penelitian mengenai penentu struktur pendanaan perusahaan di Australia yang dilakukan oleh Chiarella *et al.* (1991) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang ada di Australia cenderung menggunakan hutang untuk mendapatkan keuntungan dalam bentuk pengurangan pajak. Penelitian yang dilakukan Buferna *et al.* (2005) mengenai penentu struktur modal perusahaan di Libya menunjukkan bukti adanya teori struktur modal yang berkaitan dengan negara berkembang. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa teori *static trade-off* dan teori agensi merupakan teori yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan-perusahaan di Libya dalam memilih bentuk pendanaannya, tetapi penelitian tersebut hanya memberikan sedikit bukti yang mendukung teori asimetri informasi. Hal ini dapat terjadi karena Libya merupakan negara berkembang dan tidak mempunyai pasar modal, sehingga pemenuhan sumber pendanaan cenderung dilakukan melalui pinjaman bank.

Dari hasil- hasil penelitian tersebut kita dapat melihat bahwa penggunaan hutang atau modal sebagai alternatif sumber pendanaan perusahaan yang memengaruhi struktur modal perusahaan masih menjadi suatu perdebatan sampai saat ini. Menurut pandangan tradisional dalam *trade-off theory*, Penggunaan hutang akan meningkatkan risiko kebangkrutan (*bankruptcy cost*) sehingga perusahaan lebih memilih penggunaan modal, tetapi di sisi lain pembayaran bunga hutang dapat mengurangi beban pajak yang harus dibayar (*tax incentive*). Tetapi studi akhir- akhir ini menunjukkan adanya pergeseran lebih ke arah *pecking order theory*.

Menurut Myers (1984) keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* semula dikemukakan oleh Donaldson pada tahun 1961 yang mengikuti urutan (hierarki) pendanaan. Perusahaan akan lebih memilih sumber pendanaan dari internal perusahaan terlebih dahulu yaitu dari laba ditahan perusahaan dan jika sumber pendanaan internal perusahaan tidak mencukupi, perusahaan akan lebih memilih sumber pendanaan eksternal dari hutang dibandingkan dengan ekuitas. Ini dikarenakan *pecking order theory* mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan memengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi sumber pendanaan dari luar.

Menurut Myers dan Majluf (1984) dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikannya sebagai berita buruk jika perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Investor beranggapan bahwa penerbitan ekuitas baru dilakukan oleh para manajer jika saham perusahaan dinilai lebih tinggi. Dengan penerbitan ekuitas baru ini menyebabkan harga saham perusahaan turun.

Dari penjelasan di atas, Hipotesis *Pecking order* ini memiliki implikasi yang dapat menjelaskan bagaimana perusahaan dalam melakukan pemilihan sumber pendanaan bagi perusahaan lebih memilih dari laba ditahan terlebih dahulu, jika tidak mencukupi akan memilih dari sumber pendanaan dari hutang setelah itu baru dari penerbitan ekuitas baru. Pemilihan sumber pendanaan dari penerbitan ekuitas baru merupakan pilihan yang terakhir karena adanya asimetri informasi. Dengan penerbitan ekuitas baru akan menyebabkan harga saham perusahaan turun.

Dari penjelasan di atas maka penulis tertarik untuk membuat artikel konseptual yang memaparkan dasar pemikiran pemilihan sumber pendanaan perusahaan berdasarkan hipotesis *pecking order*.

Pembahasan

Pada bagian pembahasan, penulis membagi dalam sub pokok bahasan yang terdiri dari Modigliani- Miller Preposisi I dan Hipotesis *Pecking order* ; Hubungan Modigliani- Miller Preposisi I dengan Hipotesis *Pecking order* ; serta 7 (tujuh) spesifikasi insentif Hipotesis *Pecking order*.

Modigliani- Miller Preposisi I dan Hipotesis *Pecking order*

Berbicara mengenai struktur modal tidak terlepas dari teori struktur modal modern pertama kali dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang dikenal dengan teori MM pada tahun 1958. Pada teori MM Preposisi I dikenal bahwa nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang ini berarti nilai perusahaan tidak tergantung pada struktur modal perusahaan, perubahan struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan dan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) perusahaan akan tetap sama tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan memadukan hutang dan modal untuk membiayai perusahaan.

Dapat dikatakan bahwa teori MM Preposisi I menegaskan perusahaan dapat menggunakan hutang, modal atau kedua- duanya karena tidak memengaruhi nilai perusahaan dengan asumsi pasar yang sempurna. Asumsi- asumsi tersebut adalah:

- a. Tidak terdapat *agency cost*.
- b. Tidak ada pajak.
- c. Investor dapat berhutang dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perusahaan.
- d. Investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai prospek perusahaan di masa depan.
- e. Tidak ada biaya kebangkrutan.
- f. *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan dari hutang.
- g. Para investor adalah *price-takers*.
- h. Jika terjadi kebangkrutan maka aset dapat dijual pada harga pasar (*market value*).

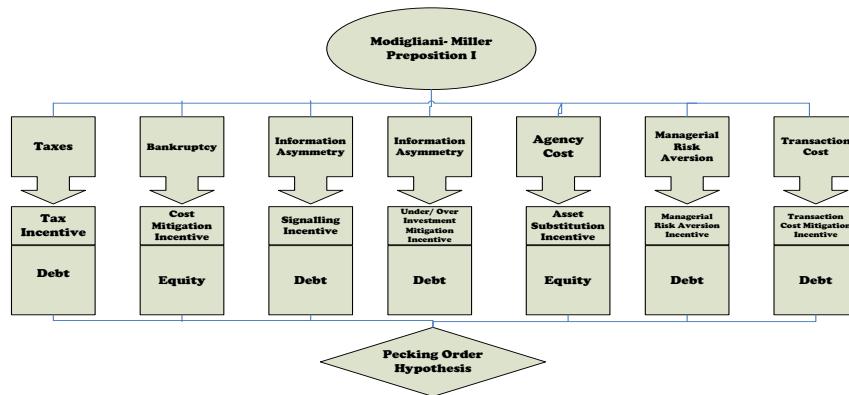
Asumsi- asumsi tersebut sangat bertolak belakang dengan kenyataan yang ada. Sehingga di kalangan akademia banyak yang meragukan teori MM preposisi I ini dapat diterapkan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Fischer, *et al* (1989) menunjukkan bahwa adanya kecenderungan perusahaan menyukai struktur modal tertentu. Secara spesifik dikemukakan oleh Muscarella dan Vetsupens(1990) bahwa perusahaan cenderung menggunakan hutang jika membutuhkan sumber dana untuk membiayai kegiatan usahanya yang baru karena jika perusahaan menggunakan sumber dana yang baru dengan penerbitan saham maka akan memengaruhi pengendalian dalam perusahaan.

Dari teori MM preposisi I ini maka muncullah teori- teori lain. Salah satunya adalah hipotesis *pecking order* yang diperkenalkan pertama kali oleh Donaldson (1961) yang dapat menjelaskan lebih baik mengenai kenyataan yang diterapkan di perusahaan, tetapi kurang mendapat dukungan teoritis dan bukti empiris (Baskin, 1989). Baru kemudian setelah *pecking order hypothesis* mendapat tambahan argumen mengenai *information asymmetry*, di samping argumen keuntungan dari pajak, dan signifikannya biaya transaksi, maka *pecking order hypothesis* lebih dikenal secara luas (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984).

Menurut *pecking order hypothesis* dikutip oleh Ogden, Jen, and O'Connor (2003: 116) terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, perusahaan lebih mengutamakan pendanaan ekuitas internal (menggunakan laba yang ditahan) daripada pendanaan ekuitas eksternal (menerbitkan saham baru). Hal itu disebabkan penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan (yang harus diungkapkan dalam prospektus saat menerbitkan obligasi dan saham baru). Apabila perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, pertama kali akan menerbitkan hutang sebelum menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan calon investor tentang kondisi perusahaan saat sekarang dan prospek mendatang yang tidak baik

Hubungan Modigliani- Miller Preposisi I dengan Hipotesis Pecking order

Dari penjelasan sebelumnya, kita dapat melihat bahwa Hipotesis *pecking order* lahir dari teori pendahulu yaitu dari Teori Modigliani- Miller. Ini berarti ada hubungan teori Modigliani- Miller dengan Hipotesis *Pecking order*. Hubungan teori Modigliani- Miller khususnya Preposisi I dengan Hipotesis *Pecking order* dapat dilihat pada bagan berikut ini:



Sumber: Baskin(1989); Baxter (1967); DeAngelo dan Masulis (1980); Jensen dan Meckling (1976) ;Myers dan Maljuf (1984); Narayanan (1988);Ross (1977); Siaw (1999);Stiglitz (1969)

Gambar 1. Hubungan Modigliani- Miller Preposisi I dengan Hipotesis Pecking order

7 (tujuh) Spesifikasi Insentif Hipotesis Pecking order.

Dari bagan di atas, terdapat 7 (tujuh) spesifikasi insentif yang mendasari keputusan sumber pendanaan perusahaan apakah dari hutang atau dari modal. 7 (tujuh) spesifikasi insentif tersebut adalah:

1. *Tax Incentive for debt*

Penggunaan hutang akan menimbulkan biaya bunga yang harus dibayarkan jika dilihat dari laporan keuangan yaitu Laporan Laba/ Rugi maka pembayaran biaya bunga akan mengurangi besarnya jumlah pajak yang harus dibayar. Ini berarti adanya penghematan pajak yang harus dibayar perusahaan karena penggunaan hutang yang dikenal dengan *Tax incentive for debt*.

Hal ini yang mendasari bahwa penggunaan hutang dimungkinkan dengan adanya *tax incentive*. Tetapi menurut DeAngelo dan Masulis (1980) terdapat dua implikasi dari adanya pajak yaitu dari penggunaan hutang (sebagai peminjam) dan penghematan pajak dari biaya- biaya non tunai seperti penyusutan. Dari hasil penelitian yang dilakukan DeAngelo dan Masulis (1980) bahwa terdapat hubungan yang positif antara penggunaan hutang dan tingkat penghematan pajak.

2. *The bankruptcy costs mitigation incentive*

Penggunaan hutang di satu sisi akan memperoleh *tax incentive* tapi di sisi lain akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Biaya kebangkrutan meliputi risiko kebangkrutan dan masalah- masalah keuangan yang muncul karena ketidakmampuan perusahaan membayar bunga dari penggunaan hutang. Menurut Baxter (1967) kerugian- kerugian yang berat berhubungan dengan kebangkrutan yang mungkin menyebabkan sebuah perusahaan yang bangkrut akan memiliki nilai perusahaan yang lebih kecil dari nilai sekarang dari arus kas yang diperoleh setelah operasi. Dengan adanya biaya kebangkrutan ini maka menurut hasil penelitian Stiglitz (1969) maka perusahaan mempunyai kecenderungan untuk mengurangi sumber pendanaan dari penggunaan hutang.

3. *Signalling Incentive due to information Asymmetry*

Adanya informasi yang tidak simetri (*Asymmetric Information*) didasarkan pada manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Adanya informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan

pemegang saham tidak mengetahui informasi tersebut. Ini menyebabkan perubahan pada struktur modal perusahaan yang akan mengakibatkan perubahan pada nilai perusahaan.

Sehingga menurut Ross (1977) ketika perusahaan menerbitkan hutang baru, menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan investor potensial tentang prospek perusahaan di masa mendatang mengalami peningkatan. Dasar pertimbangannya adalah: penambahan hutang berarti keterbatasan arus kas dan biaya-biaya beban keuangan juga meningkat, dan manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak bila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya.

Sedangkan menurut penelitian Siaw (1999) memperlihatkan bahwa penerbitan saham baru akan menjurus pada tanggapan harga saham negatif, dan pembelian kembali saham yang beredar akan menjurus pada tanggapan harga saham positif. Dasar pertimbangannya adalah: pemegang saham dan investor potensial menganggap penerbitan saham baru merupakan cara manajer untuk mengurangi kepemilikannya atas perusahaan yang peruntungannya jelek (*bad fortune*), sedangkan pembelian kembali saham yang beredar dianggap sebagai cara manajer untuk menikmati kepemilikannya yang besar atas perusahaan yang peruntungannya bagus (*good fortune*).

4. *Under/ over – Investment Mitigation Incentive due to information Asymmetry*

Informasi asimetri menjelaskan bahwa di dalam pasar selalu ditemukan informasi yang tidak sama bagi pihak-pihak yang berbeda, sehingga dikatakan informasi yang didapat tidak sempurna. Informasi yang berbeda antara investor dengan pihak manajemen, menurut Myers dan Maljuf (1984) dapat menyebabkan nilai perusahaan yang harganya berbeda dengan pasar. Jika perusahaan membutuhkan tambahan dana untuk proyek barunya dengan penerbitan saham baru dan adanya informasi asimetri yang signifikan maka akan menyebabkan harga pasar saham menjadi turun ini akan menimbulkan kerugian bagi pemegang saham.

Di samping itu, adanya masalah investasi yang berlebihan di proyek yang mempunyai NPV negatif yang sengaja dilakukan oleh manajemen perusahaan. Menurut Narayanan (1988) pada investasi yang mempunyai NPV negatif perusahaan mempunyai keuntungan dari penjualan yang lebih tinggi dari modalnya. Dan untuk sumber pendanaan, perusahaan lebih memilih dari hutang dan jika tidak tersedia perusahaan lebih memilih tidak melakukan investasi baru dibandingkan harus menerbitkan saham baru.

5. *Asset Substitution Incentive*

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan terdapat dua potensi konflik, yaitu konflik antara pemegang saham dengan kreditur, dan konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Konflik yang terjadi antara Pemegang Saham dengan Kreditur adalah kreditur menerima uang dalam jumlah tetap dari perusahaan (bunga hutang), sedangkan pendapatan pemegang saham bergantung pada besaran laba perusahaan. Dalam situasi ini, kreditur lebih memperhatikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali hutangnya, dan pemegang saham lebih memperhatikan kemampuan perusahaan dalam meraih laba yang banyak. Cara perusahaan untuk memperoleh kembalian yang besar adalah melakukan investasi pada proyek-proyek yang berisiko. Apabila pelaksanaan proyek yang berisiko itu berhasil, kreditur tidak dapat menikmati keberhasilan tersebut, tetapi bila proyek mengalami kegagalan, kreditur mungkin akan menderita kerugian akibat dari ketidak-mampuan pemegang saham memenuhi kewajibannya. Untuk mengantisipasi kemungkinan rugi, kreditur mengenakan

biaya keagenan hutang (*debt agency cost*), dalam bentuk pembatasan penggunaan hutang oleh manajer. Salah satu pembatasan adalah membatasi jumlah penggunaan hutang untuk investasi dalam proyek baru.

Sedangkan konflik antara Pemegang Saham dengan Pihak Manajemen adalah pihak manajemen tidak selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham, tetapi agak mengarah kepada kepentingan dirinya sendiri. Akibatnya, pemegang saham menanggung biaya keagenan ekuitas (*equity agency cost*) untuk memantau kegiatan pihak manajemen. Salah satu biaya keagenan adalah kompensasi bagi akuntan publik untuk mengaudit perusahaan. Oleh karena itu dengan adanya *agency cost*, maka perusahaan lebih memilih sumber pendanaan dari modal.

6. *Managerial Risk Aversion Incentive*

Keputusan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan tergantung pada sikap pihak manajemen perusahaan terhadap risiko. Perusahaan yang menghindari risiko kecenderungan akan menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari hutang karena dengan sumber pendanaan yang berasal dari penerbitan saham baru akan mengurangi hak suara pemegang saham (Baskin:1989). Ini berarti adanya hubungan yang positif antara penghindaran risiko pihak manajemen perusahaan dengan penggunaan hutang.

7. *Transaction costs Incentive*

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Baskin(1989) terdapat biaya transaksi yang lebih rendah dari penggunaan hutang dibandingkan dengan penggunaan modal dari penerbitan saham. Oleh karena itu perusahaan lebih memilih penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan dibandingkan dari penerbitan saham.

Simpulan

Dari pembahasan di atas, kita dapat melihat terdapat 7(tujuh) spesifikasi insentif yang mendasari keputusan sumber pendanaan perusahaan apakah dari hutang atau dari modal yaitu: *Tax Incentive for debt*, *The bankruptcy costs mitigation incentive*, *Signalling Incentive due to information Asymmetry*, *Under/ over – Investment Mitigation Incentive due to information Asymmetry*, *Asset Substitution Incentive*, *Managerial Risk Aversion Incentive*, *Transaction costs Incentive*. Dari ketujuh insentif tersebut, terdapat 5 (lima) insentif yang mendasari keputusan pendanaan dengan hutang adalah *Tax Incentive for debt*, *Signalling Incentive due to information Asymmetry*, *Under/ over – Investment Mitigation Incentive due to information Asymmetry*, *Managerial Risk Aversion Incentive*, *Transaction costs Incentive*. Dan terdapat 2 (dua) insentif yang mendasari keputusan pendanaan dengan penerbitan saham yaitu *The bankruptcy costs mitigation incentive* dan *Asset Substitution Incentive*.

Oleh karena itu dasar pemikiran keputusan pendanaan menurut Hipotesis *Pecking order* adalah berdasarkan urutan dan kecenderungan perusahaan akan memilih prioritas pertama dari hutang dibandingkan dengan penerbitan saham jika sumber pendanaan internal perusahaan dari laba di tahan tidak mencukupi.

Daftar Pustaka

Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the *Pecking order* Hypothesis, *Financial Management*, Spring.

- Baxter, N.D. 1967. Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital, *Journal of Finance*: 395-403.
- Buferna, F., Bangassa, K and Hodgkinson. 2005. Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya, *Research Paper Series The University of Liverpool*.
- Chiarella, C., Pham, T.M., Sim, A.B., Tan, M.M.L. 1991. Determinants of Corporate Capital Structure : Australian Evidence, *Working Paper Series The University of Technology Sydney*.
- Christianti, A. 2006. Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta : *Hipotesis Static Trade-off atau Pecking Order Theory*. Seminar Nasional Akuntansi 9.
- DeAngelo, Harry, and Masulis, R.W. 1980. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics* 8: 3-30.
- Donaldson, G. 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity*, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston.
- Fischer, E.O., Heinkel, R. and Zechner, J. March1989. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests, *Journal of Finance* 44: 19-40.
- Friend, I. & Lang, H. P. 1988. An Empirical Test of The Impact of managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol.43 pp.271-281.
- Jensen , Michael C. and Meckling ,William H. Oktober 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*.
- Masulis, R. and Korwar, A. 1986. Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation, *Journal of Financial Economics*, Vol.15 pp.91-118.
- Modigliani, F., and Miller, M. June 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment, *American Economic Review* 48: 261-297.
- Muscarella, C.J., and Vetsuydens, M.R. December 1990. Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs, *Journal of Finance* 45: 1389- 1413.
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39: 575-592.
- Myers, S.C. and N.S. Maljuf 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Narayanan, M.P. 1988. Debt Versus Equity Under Asymmetric Information, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23: 39-51.
- Ogden, Joseph P., Frank C. Jen, Philip F. O'Connor. 2003. *Advance Corporate Finance, Policies and Strategies*, Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall
- Ross, Stephen A. 1977. The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signaling Approach, *the Bell Journal of Economics*, 8: 23 – 40.
- Siaw Peng Wan.1999. Corporate Finance: Capital Structure Decision, *Working paper*, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1 – 28.
- Stiglitz, J.E. 1969. A Re-examination of the Modigliani- Miller Theorem, *American Economic Review* 54: 784-793.
- Titman, S and Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance* ,Vol 43 pp. 1-19.
- Yuhasil.2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Farmasi yang Telah Go Publik di Bursa Efek Jakarta, *Bulletin Penelitian*:1-11.

