

DEBT CAPACITY DAN PENGUJIAN TEORI PECKING ORDER PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2006-2010

Andi Dwi Kurnia Nugraha

Departemen Ilmu Administrasi FISIP Universitas Indonesia
e-mail: andidwikurnia@gmail.com

B. Yulianto Nugroho¹

Departemen Ilmu Administrasi FISIP Universitas Indonesia
e-mail: nugroho_yulianto@yahoo.com

Abstract

This research discusses about debt capacity of the firms and the test of pecking order theory of non-financial firms listed at Indonesia Stock Exchange from 2006-2010. Classification of firms by its debt capacity is needed to examine the relationship between financing deficit towards long-term debt issue according to the pecking order model. The result shows that classifying firms by its debt capacity made a significant improvement of pecking order model to distinguish financing decision of the firms. Firms with high level of debt capacity prefer to issue debt than firms with low level of debt capacity when facing financing deficit.

Keywords: *Debt capacity, financing deficit, pecking order theory, bond rating*

Abstrak

Penelitian ini membahas tentang kapasitas hutang perusahaan dan menguji teori *pecking order* dari perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2010. Klasifikasi perusahaan dengan kapasitas hutang diperlukan untuk menguji hubungan antara defisit pembiayaan terhadap masalah hutang jangka panjang sesuai dengan model *pecking order*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengklasifikasian perusahaan dengan kapasitas hutang membuat perbaikan yang signifikan terhadap model *pecking order* untuk membedakan keputusan pembiayaan perusahaan. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat kapasitas hutang yang tinggi lebih memilih untuk mengeluarkan (menerbitkan) hutang dari pada perusahaan dengan tingkat kapasitas hutang yang rendah ketika perusahaan tersebut menghadapi defisit dalam pembiayaannya.

Kata kunci: kapasitas hutang, defisit pembiayaan, teori *pecking order*

PENDAHULUAN

Keputusan pendanaan memiliki peran penting dalam manajemen keuangan perusahaan karena keputusan tersebut akan berpengaruh pada tingkat risiko serta tingkat pengembalian dari dan bagi para pemegang saham. Keputusan pendanaan perusahaan dapat dijelaskan melalui teori tentang struktur modal. Pada sebuah perusahaan, yang dimaksud dengan struktur modal adalah jumlah spesifik campuran antara utang dan ekuitas sebuah perusahaan untuk mendanai kegiatan operasionalnya (Abor, 2007).

Keputusan-keputusan yang dibuat oleh para manajer perusahaan diharapkan sesuai dengan tujuan utama perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Namun, keputusan yang diambil oleh manajer cenderung untuk melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik (Brigham and Daves, 2002).

Penentuan proporsi utang dan ekuitas dalam penggunaannya sebagai sumber dana perusahaan berkaitan erat dengan struktur modal. Dalam usaha peningkatan nilai perusahaan, hal yang tidak bisa dipisahkan

¹ Corresponding autor

adalah penentuan struktur modal yang dilakukan oleh manajemen dan para pemegang saham perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara utang jangka panjang dan modal sendiri (Weston and Copeland, 1996).

Pada teori *pecking order* dijelaskan bahwa perusahaan ketika mengalami defisit keuangan akan memilih untuk menggunakan dana internal perusahaan yang berasal dari laba ditahan (*retained earnings*). Namun, ketika kas yang berasal dari laba ditahan masih belum cukup maka perusahaan akan mencari sumber pendanaan dari eksternal perusahaan, yang diawali dari utang. Jika kas yang diperoleh dari penerbitan utang masih belum mencukupi kebutuhan investasi, maka perusahaan akan menerbitkan saham baru. Teori ini muncul dari adanya informasi asimetris antara *external shareholders* dengan orang dalam perusahaan yang memiliki informasi lebih baik mengenai kondisi perusahaan yang sebenarnya dan ketidaksempurnaan pasar yang mempengaruhi sisi penawaran dari pendanaan, seperti ketersediaan dan biaya yang berbeda atas berbagai sumber pendanaan (Myers, 1984).

Shyam-Sunder dan Myers (1999) yang melakukan penelitian di Amerika Serikat menemukan bahwa perusahaan mendanai defisit keuangannya dengan utang dan menyimpulkan bahwa teori *pecking order* dapat menjelaskan dengan baik pola keuangan perusahaan. Pada penelitian lainnya, Fama dan French (2002) menyatakan bahwa variasi jangka pendek dari pendapatan dan investasi sebagian besar diserap oleh utang. Fama dan French (2002) mengatakan bahwa utang digunakan untuk melihat variasi dalam

investasi dan pendapatan perusahaan pada jangka waktu yang pendek. Selain itu, mereka juga menemukan bahwa perusahaan kecil yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi adalah perusahaan yang paling banyak menerbitkan saham karena adanya keterbatasan dalam mengakses sumber pendanaan berupa utang serta mengalami informasi asimetris yang paling tinggi.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Lemmon and Zender (2010) ditemukan bahwa *debt capacity* yang merupakan elemen penting dari teori *pecking order* telah banyak ditinggalkan pada penelitian-penelitian sebelumnya. *Debt capacity* seperti yang dijelaskan oleh Myers (1984), Shyam-Sunder and Myers (1999), dan Chirinko and Singha (2000) sebagai tingkat utang yang cukup tinggi yang menyebabkan biaya kebangkrutan meningkat seiring dengan penerbitan utang. Holmstrom and Tirole (1997) menggunakan model yang memperhitungkan ada atau tidaknya peringkat obligasi yang dimiliki perusahaan berkaitan dengan tingkat *debt capacity* perusahaan. Dalam model mereka, tingkat *debt capacity* perusahaan ditentukan dari ketersediaan jaminan perusahaan berupa harta. Sejalan dengan itu Whited (1992), Carpenter et al. (1998), dan Almeida et al. (2004) menyatakan bahwa peringkat obligasi digunakan sebagai alat ukur empiris dalam menentukan *debt capacity*. Pada penelitiannya, Lemmon and Zender (2010) menggunakan model teori *pecking order* yang telah dimodifikasi dari model Shyam-Sunder and Myers (1999) dengan mengelompokkan perusahaan berdasarkan tingkat *debt capacity*.

Tabel 1: Kapitalisasi Pasar Saham Indonesia

Tahun	Nilai Emisi Saham (Rp. Miliar)	Perubahan (%)
2006	1,249,074.50	55.89%
2007	1,988,326.20	59.18%
2008	1,076,490.53	-45.86%
2009	2,019,375.13	87.59%
2010	3,247,096.78	60.80%

Sumber: Statistik Pasar Modal BAPEPAM Desember 2011

Tabel 2: Kapitalisasi Pasar Obligasi Korporasi Indonesia

Tahun	Nilai Emisi Obligasi Korporasi (Rp. Miliar)	Perubahan (%)
2006	67,805.54	7.81%
2007	84,653.03	24.85%
2008	72,979.44	-13.79%
2009	88,329.59	21.03%
2010	115,347.66	30.59%

Sumber: Statistik Pasar Modal BAPEPAM Desember 2011

Adanya perkembangan pasar modal di Indonesia yang terlihat dari adanya peningkatan nilai kapitalisasi pasar modal dan pasar obligasi Indonesia (Tabel 1 dan Tabel 2) menunjukkan bahwa perusahaan yang *go public* mengalami pertumbuhan positif dan membutuhkan dana untuk investasi, membuat peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh dari defisit keuangan terhadap perubahan utang jangka panjang pada perusahaan non-keuangan di Indonesia setelah perusahaan dikelompokkan berdasarkan *debt capacity* dengan menggunakan model *pecking order*. Penelitian ini merupakan penelitian replikasi dari penelitian Lemmon and Zender (2010). Pada penelitian ini, periode yang digunakan adalah 2006-2010 dengan sampel semua perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI.

Pemilihan sampel semua perusahaan non-keuangan dikarenakan pada perusahaan-perusahaan keuangan dan sekuritas memiliki karakteristik keuangan dan penggunaan struktur modal yang berbeda secara signifikan dari sektor-sektor lainnya (Pandey, 2002). Selain itu, perusahaan-perusahaan keuangan memiliki regulasi khusus dengan karakteristik yang berbeda dari perusahaan-perusahaan non-keuangan. Kebijakan struktur modal salah satunya adalah penentuan komposisi pendanaan perusahaan. Pemilihan struktur pendanaan yang baik dapat meminimumkan biaya modal bagi perusahaan dan memaksimalkan nilai bagi pemegang saham. Adanya perkembangan pasar modal Indonesia berupa peningkatan penerbitan saham dan obligasi, membuat penulis tertarik untuk menganalisa bagaimana defisit keuangan perusahaan mempengaruhi perubahan utang jangka panjang pada perusahaan non-keuangan di Indonesia yang telah dikelompokkan berdasarkan *debt capacity* dengan menggunakan model *pecking order*.

METODE PENELITIAN

Pengelompokan perusahaan berdasarkan *debt capacity* dilakukan dengan menggunakan regresi logit. Variabel dependen sama dengan 1 jika perusahaan memiliki peringkat obligasi dan 0 apabila sebaliknya. Modelnya adalah sebagai berikut (Lemmon and Zender, 2010).

Selain pengelompokan perusahaan berdasarkan regresi logit, digunakan juga pengelompokan perusahaan berdasarkan ukuran

perusahaan. Metode yang digunakan adalah perusahaan diurutkan berdasarkan ukuran perusahaan dengan proksi *total assets* yang dimiliki.

$$Li = \ln \left[\frac{p_i}{1-p_i} \right] = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6$$

Dimana:

X_1 = Ln (Total Assets)

X_2 = ROA

X_3 = PPE / Total Assets

X_4 = Market to Book Ratio

X_5 = Leverage

X_6 = Ln (Age)

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model yang dimodifikasi dari model *pecking order* Shyam-Sunder and Myers (1999). Berikut ini model yang digunakan dalam penelitian ini (Lemmon dan Zender, 2010):

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_{PO} DEF_{it} + \gamma DEF_{it}^2 + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

ΔD_{it} = Perubahan jumlah utang jangka panjang

DEF_t = Defisit keuangan (*financing deficit*)

DEF_t^2 = Defisit keuangan yang dikuadratkan

Hipotesis penelitian merupakan anggapan sementara yang masih harus dibuktikan kebenarannya. Hipotesis yang diterapkan dalam penelitian ini adalah:

H_{a1} : *Financing deficit* berpengaruh positif terhadap perubahan *long-term debt*.

H_{a2} : *Squared of financing deficit* berpengaruh negatif terhadap perubahan *long-term debt*.

H_{a3} : *Financing deficit* berpengaruh positif terhadap perubahan *long-term debt* pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi.

H_{a4} : *Financing deficit* berpengaruh positif terhadap perubahan *long-term debt* pada perusahaan ukuran besar.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yaitu menggunakan cara berpikir deduktif yang menunjukkan bahwa pemikiran

di dalam penelitian didasarkan pada pola yang umum atau universal kemudian mengarah pada pola yang lebih sempit atau spesifik (Prasetyo and Jannah, 2005). Penelitian ini merupakan penelitian *pooled cross-section* (data panel). Pada penelitian ini akan diuji data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2010. Berdasarkan teknik pengumpulan datanya, penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, yaitu pengumpulan data-data yang berbentuk angka-angka (*existing data statistic*). Peneliti menggunakan data berupa laporan keuangan tahunan yang diperoleh dari BAPEPAM.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2006-2010 yang berjumlah 425 perusahaan dipilih dengan menggunakan metode *purposive judgemental sampling*. Adapun kriteria yang menjadi pemilihan sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) perusahaan adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sebelum tahun 2006 dan masih terdaftar sampai tahun 2010; (2) perusahaan memiliki data laporan keuangan yang lengkap (2006 – 2010); (3) data keuangan yang dilaporkan lengkap untuk memenuhi kebutuhan data dalam penelitian.

Pemilihan sampel semua perusahaan non-keuangan dikarenakan pada perusahaan-perusahaan keuangan dan sekuritas memiliki karakteristik keuangan dan penggunaan struktur modal yang berbeda secara signifikan dari sektor-sektor lainnya (Pandey, 2002). Selain itu, perusahaan-perusahaan keuangan memiliki regulasi khusus dengan karakteristik yang berbeda dari perusahaan-perusahaan non-keuangan.

Setelah data terkumpul, kemudian data dikelompokkan berdasarkan *debt capacity*. Pengelompokan perusahaan berdasarkan *debt capacity* digunakan dengan menggunakan probabilitas perusahaan dalam mendapatkan peringkat obligasi dan juga ukuran perusahaan yang diukur menggunakan *total assets*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan data yang diperoleh dari Bapepam, diperoleh jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI sampai dengan tahun 2011

adalah 425 perusahaan. Dalam tahap pemilihan sampel ini perusahaan yang termasuk sektor keuangan akan dikeluarkan dari sampel penelitian. Hal ini dilakukan karena terdapat perbedaan penyusunan laporan keuangan antara perusahaan keuangan dengan non-keuangan. Dari 425 perusahaan, terdapat 155 perusahaan yang harus dikeluarkan dari sampel karena termasuk dalam industri keuangan dan juga terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah tahun 2006. Dan juga peneliti mengeluarkan perusahaan yang tidak memiliki data keuangan lengkap sebanyak 100 perusahaan. Setelah melalui proses pemilihan sampel, maka diperoleh jumlah sampel sebanyak 170 perusahaan dengan periode penelitian 5 tahun dan titik observasi sebanyak 850 titik.

Dari tabel 3 dibawah diketahui bahwa nilai probabilitas yang berfungsi untuk menguji signifikansi variabel terhadap model adalah 0.820 untuk *Total Assets*, 0.058 untuk variabel *Age*, 0.160 untuk ROA, 0.467 untuk variabel PPE, 0.107 untuk MB, dan 0.000 untuk *Leverage*. Dengan demikian, hasil tersebut menyatakan bahwa hanya variabel *Leverage* dan *Age* yang signifikan secara statistik pada tingkat $\alpha = 10\%$ mempengaruhi variabel probabilitas kepemilikan peringkat obligasi sehingga persamaan matematis yang terbentuk dari regresi logit adalah sebagai berikut:

$$\text{Peringkat Obligasi} = -4.842 + 0.674\text{Age} + 4.433\text{Lev}$$

Persamaan matematis tersebut digunakan untuk menghitung probabilitas perusahaan dalam mendapatkan peringkat obligasi. Probabilitas perusahaan dalam mendapatkan peringkat obligasi digunakan sebagai proksi untuk mengelompokkan perusahaan. Uji koefisien determinasi pada model logit dilakukan dengan melihat nilai dari Mc-Fadden R-Squared sebesar 0.098. Hal ini berarti model ini mampu menjelaskan 10% variasi dari variabel terikat yaitu kepemilikan peringkat obligasi dapat dijelaskan oleh variabel bebas. Uji *likelihood ratio* (LR) digunakan sebagai uji *goodness of fit* pada model regresi logit. Dari tabel 3 diketahui bahwa nilai probabilitas dari uji *likelihood ratio* (LR) adalah 0.000 yang berarti model mampu menjelaskan probabilitas perusahaan dalam mendapatkan peringkat obligasi dengan variabel yang signifikan yaitu *firm age* dan *leverage*.

Tabel 3: Hasil Regresi Logit

Variabel	Variabel Dependen = 1, Jika Perusahaan Memiliki Peringkat Obligasi	Probabilitas
Constant	-4.842	0.000
Total Assets	-0.016	0.820
Age	0.674	0.058
ROA	0.033	0.160
PPE	0.509	0.467
MB	-0.177	0.107
Leverage	4.433	0.000
Prob (LR Statistic)	0.000	
McFadden R-Squared	0.098	

Sumber: Olahan penulis, 2011

Berdasarkan tabel 3 dapat diketahui bahwa variabel *firm age* dan *leverage* adalah alat prediksi yang signifikan untuk menentukan probabilitas perusahaan mendapatkan peringkat obligasi. *Firm age* dan *leverage* berhubungan positif dengan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan peringkat obligasi. Hasil tersebut sesuai dengan hasil regresi logit yang dilakukan oleh Lemmon and Zender (2010) yang menunjukkan bahwa variabel *firm age* dan *leverage* adalah variabel yang signifikan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam mendapatkan peringkat obligasi. Seperti yang dikatakan oleh Altinkilic and Hansen (2000) bahwa pada perusahaan yang telah lama berdiri dianggap telah memiliki peringkat obligasi.

Mengacu pada tabel 4 dapat terlihat bahwa selama periode penelitian terlihat bahwa rata-rata perubahan tingkat utang jangka panjang perusahaan adalah sebesar 0.005 dari total hartanya. Perusahaan yang memiliki nilai perubahan utang jangka panjang paling tinggi adalah PT. Inter Delta Tbk dengan nilai sebesar 1.157884, dan juga PT. Inter Delta Tbk memiliki nilai perubahan utang jangka panjang terendah pada tahun yang berbeda dengan nilai

sebesar - 1.033121. Rata-rata tingkat defisit pada perusahaan selama periode penelitian adalah sebesar 0.0115 dari total hartanya. Perusahaan yang memiliki nilai rasio defisit keuangan terendah adalah PT. Delta Dunia Makmur Tbk dengan nilai sebesar -1.249831, dan perusahaan yang memiliki nilai rasio defisit keuangan tertinggi adalah PT. Sierad Produce Tbk dengan nilai sebesar 2.791786.

Tabel 5 menyajikan hasil uji regresi model *pecking order* dengan data perusahaan yang tidak dikelompokkan. Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai R-Square adalah sebesar 0.317. Hal ini menunjukkan bahwa model mampu menjelaskan hubungan antara *deficit* terhadap perubahan *long-term debt* sebesar 31%. Kemudian, nilai koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*Adjusted R-Square*) dari model ini adalah sebesar 0.315. Angka ini menunjukkan bahwa 31% variabel terikat yaitu perubahan utang jangka panjang dapat dijelaskan oleh dua variabel bebas yaitu defisit dan defisit yang dikuadratkan, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel atau sebab-sebab lain diluar model yang digunakan.

Tabel 4: Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	LTD?	DEF?	SQUARED?
Mean	0.005000	0.000115	0.056140
Median	0.000000	-0.011794	0.009306
Maximum	1.157884	2.791786	7.794071
Minimum	-1.033121	-1.249831	1.08E-08
Std. Dev.	0.130761	0.237079	0.320503
Observations	850	850	850
Cross sections	170	170	170

Sumber: Olahan penulis, 2011

Dimana:

LTD = Δ LTD = perubahan *long-term debt*/total assets

DEF = defisit arus kas/total assets

SQUARED = kuadrat dari defisit arus kas (DEF)

Tabel 5: Hasil Regresi *Pooled Least Square* Tanpa Pengelompokan

Variabel Bebas	Variabel Terikat LTD		
	Koefisien	Statistik-t	Probabilitas
DEF	0.1967	20.9835	0.000 *
SQUARED	-0.0608	-5.9014	0.000 *
Constant	0.0032	3.7417	0.002
R-Square		0.3171	
Adjusted R-Square		0.3155	
Durbin-Watson stat		2.2451	

* Signifikan pada 1%

Sumber: Olahan penulis, 2011

Tabel 6: Hasil Regresi Dengan Pengelompokan *Debt Capacity*

Variabel	Tanpa Pengelompokan		<i>Debt Capacity</i>			
			Rendah		Tinggi	
	Koefisien	Statistik-t	Koefisien	Statistik-t	Koefisien	Statistik-t
Constant	0.003	3.7417	- 0.006	- 8.7182	0.010	3.6928
Deficit	0.196*	20.9836	0.059*	10.4394	0.343*	10.0356
Squared	- 0.060*	- 5.9015	- 0.021*	- 7.5996	0.337*	7.0658
R ²		0.317		0.117		0.589
Adjusted R ²		0.315		0.113		0.587
DurbinWatson		2.245		2.012		1.797

* Signifikan pada 1%

Sumber: Olahan penulis, 2011

Koefisien DEF memiliki hubungan positif sebesar 0.196 yang berarti setiap perubahan satu poin *deficit* akan meningkatkan perubahan *long-term debt* sebesar 0.196. Nilai mutlak statistik-t sebesar 20.9835 dan nilai probabilitasnya sebesar 0.0000 maka hubungan positif tersebut dinyatakan signifikan. Sedangkan, koefisien SQUARED memiliki hubungan negatif sebesar 0.060 yang berarti perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan *equity* sebagai sarana mendapatkan sumber dana eksternal ketika defisit keuangannya besar. Dengan melihat nilai mutlak statistik-t sebesar 5.901 dan probabilitasnya sebesar 0.000 maka hubungan antara defisit yang dikuadratkan dengan perubahan utang jangka panjang dinyatakan signifikan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan non-keuangan di Indonesia lebih memilih menggunakan *equity* ketika defisit keuangannya besar dikarenakan perusahaan sudah mencapai batas tertentu dalam *debt capacity* nya. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lemmon dan Zender (2010) bahwa penambahan variabel *squared of financing deficit* dapat menjelaskan keputusan perusahaan ketika mendanai defisit yang besar, dan ketika perusahaan telah mencapai *debt capacity* nya maka perusahaan akan menerbitkan saham baru.

Dari tabel 6 di atas terlihat hasil pengujian model *pecking order* diketahui bahwa bahwa nilai R-Square adalah sebesar 0.117 pada perusahaan dengan *debt capacity* rendah dan 0.589 pada perusahaan dengan *debt capacity* tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa model mampu menjelaskan hubungan antara *deficit* dengan perubahan *long-term debt* sebesar 11% pada kelompok perusahaan dengan *debt capacity* rendah dan 58% pada perusahaan dengan *debt capacity* tinggi.

Nilai koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*Adjusted R-Square*) pada perusahaan dengan *debt capacity* rendah adalah 0.113. Angka ini menunjukkan bahwa 11% variabel terikat yaitu perubahan utang jangka panjang dapat dijelaskan oleh dua variabel bebas yaitu defisit dan defisit yang dikuadratkan, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel atau sebab-sebab lain diluar model yang digunakan. Sedangkan pada perusahaan dengan *debt capacity* tinggi, nilai koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*Adjusted R-Square*) adalah sebesar 0.587. Angka ini menunjukkan bahwa 58% variasi dari variabel terikat yaitu perubahan utang jangka panjang dapat dijelaskan oleh variabel bebas berupa defisit keuangan dan defisit keuangan yang dikuadratkan. Pengelompokan perusahaan berdasarkan *debt capacity* dapat

membedakan antara keputusan pendanaan perusahaan dengan *debt capacity* rendah dan perusahaan dengan *debt capacity* tinggi atas pengaruh dari *deficit* dan *squared of financing deficit* terhadap perubahan *long-term debt* jika dilihat dari perbedaan R-Square nya.

Mengacu pada tabel 6 dapat dilihat bahwa koefisien DEF pada perusahaan dengan *debt capacity* rendah memiliki hubungan positif sebesar 0.059 yang berarti setiap perubahan satu poin *deficit* akan meningkatkan nilai *long-term debt* sebesar 0.059. Nilai mutlak statistik-t sebesar 10.4394 dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.0000 maka hubungan positif tersebut dinyatakan signifikan. Pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi terlihat bahwa koefisien DEF memiliki hubungan positif sebesar 0.343 dan dengan nilai mutlak statistik-t sebesar 10.0356 dan dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.0000 maka hubungan tersebut dinyatakan signifikan terhadap perubahan *long-term debt*.

Hasil dari regresi sesuai dengan hipotesis model *pecking order* yang menyatakan bahwa *deficit* keuangan memiliki hubungan yang positif dengan *long-term debt*, perusahaan yang mengalami *deficit* akan mencari sumber pendanaan eksternal berupa *long-term debt* (Shyam-Sunder and Myers, 1999). Pengelompokan perusahaan berdasarkan *debt capacity* mampu menjelaskan kekuatan hubungan antara *deficit* dengan perubahan *long-term debt* dengan lebih baik jika dilihat dari nilai R-Square nya. Pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* rendah, defisit keuangan perusahaan secara signifikan mempengaruhi perubahan utang jangka panjang namun dengan pengaruh yang kecil. Namun, pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi, defisit keuangan perusahaan secara signifikan mempengaruhi perubahan utang panjang dengan pengaruh yang lebih besar. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan *debt capacity* tinggi memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengelola utangnya dikarenakan memiliki ketersediaan jaminan perusahaan berupa harta dan memiliki biaya kebangkrutan yang lebih rendah daripada perusahaan dengan *debt capacity* rendah.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lemmon and Zender (2010) bahwa pada perusahaan yang tidak mengalami *debt capacity constraints*

yaitu perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi, maka defisit keuangan dapat menjelaskan penerbitan utang dengan cukup baik. Pengelompokan perusahaan berdasarkan *debt capacity* juga menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* dan *age* yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menerbitkan utang jangka panjang dikarenakan perusahaan yang telah lama berdiri dianggap telah memiliki peringkat obligasi (Altinkilic and Hansen, 2000).

Mengacu pada hasil regresi pada tabel 6 dapat dilihat bahwa koefisien SQUARED memiliki hubungan negatif sebesar 0.021 pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* rendah yang berarti perusahaan lebih memilih untuk menggunakan *equity* sebagai sarana untuk mendapatkan sumber dana eksternal jika defisit keuangannya besar, namun dengan pengaruh yang kecil. Pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi, koefisien SQUARED memiliki hubungan positif sebesar 0.337 yang menunjukkan bahwa perusahaan tetap menggunakan sumber pendanaan eksternal berupa utang jangka panjang meskipun defisit keuangannya besar. Nilai mutlak statistik-t sebesar 7.5996 dan 7.0658 serta probabilitasnya sebesar 0.0000 maka hubungan positif tersebut dinyatakan signifikan

Pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi, perusahaan tetap akan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan eksternal ketika defisit keuangannya besar. Namun, pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* rendah akan cenderung menggunakan *equity*. Hasil ini penelitian sedikit berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lemmon and Zender (2010) dikarenakan terdapat perbedaan karakteristik dan keadaan perusahaan antara perusahaan Indonesia dan Amerika Serikat.

Dari tabel 7 yang merupakan hasil regresi dengan mengelompokkan perusahaan berdasarkan ukuran perusahaan diketahui bahwa bahwa nilai R-Square adalah sebesar 0.236 pada perusahaan ukuran kecil dan 0.325 pada perusahaan ukuran besar. Hal ini menunjukkan bahwa model mampu menjelaskan hubungan antara *deficit* dengan perubahan *long-term debt* sebesar 23% pada kelompok perusahaan kecil dan 32% pada perusahaan yang besar.

Tabel 7: Hasil Regresi Dengan Pengelompokan Ukuran Perusahaan

Variabel	Tanpa Pengelompokan		Ukuran Perusahaan			
			Kecil		Besar	
	Koefisien	Statistik-t	Koefisien	Statistik-t	Koefisien	Statistik-t
Constant	0.003	3.7417	0.002	2.3112	0.004	1.2606
Deficit	0.196*	20.9836	0.150*	12.2901	0.260*	16.2364
Squared	-0.060*	-5.9015	-0.037	-0.9973	-0.084*	-5.9724
R ²		0.317		0.236		0.325
Adjusted R ²		0.315		0.233		0.322
Durbin Watson		2.245		2.008		1.865

* Signifikan pada 1%

Sumber: Olahan penulis, 2011

Nilai *Adjusted R-Square* dari kelompok perusahaan kecil adalah sebesar 0.233 yang menunjukkan bahwa 23% variabel terikat yaitu perubahan utang jangka panjang dapat dijelaskan oleh dua variabel bebas yaitu defisit dan defisit yang dikuadratkan, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel atau sebab-sebab lain diluar model yang digunakan. Pada kelompok perusahaan besar nilai *Adjusted R-Square* adalah sebesar 0.322. Angka ini menunjukkan bahwa 32% variabel terikat yaitu perubahan utang jangka panjang dapat dijelaskan oleh variabel bebas yaitu defisit keuangan dan defisit keuangan yang dikuadratkan.

Mengacu pada hasil regresi pada tabel 7 dapat dilihat bahwa koefisien DEF pada kelompok perusahaan kecil memiliki hubungan positif sebesar 0.150 yang berarti setiap perubahan satu poin *deficit* akan meningkatkan *long-term debt* sebesar 0.150. Dan pada kelompok perusahaan besar, koefisien DEF memiliki hubungan positif 0.260 yang berarti setiap perubahan satu poin *deficit* akan meningkatkan *long-term debt* sebesar 0.260. Nilai mutlak statistik-t sebesar 12.2901 dan 16.2364 serta probabilitasnya sebesar 0.0000 maka hubungan positif tersebut dinyatakan signifikan.

Hasil penelitian sesuai dengan hipotesis model *pecking order*. Model *pecking order* mengatakan bahwa *deficit* keuangan memiliki hubungan yang positif dengan *long-term debt*, perusahaan yang mengalami *deficit* akan mencari sumber pendanaan eksternal berupa *long-term debt* (Shyam-Sunder and Myers, 1999). Pengelompokan perusahaan berdasarkan ukuran perusahaan mampu menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan dalam mengatasi defisit dengan cukup baik. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh

Frank and Goyal (2003) yang menyatakan bahwa defisit keuangan mampu menjelaskan penerbitan utang jangka panjang dengan cukup baik pada perusahaan besar. Namun, pada kelompok perusahaan kecil defisit keuangan hanya mampu menjelaskan perubahan utang jangka panjang dengan pengaruh yang lebih kecil. Perusahaan besar memiliki kemampuan dan fleksibilitas yang lebih baik untuk mengakses sumber pendanaan dibandingkan perusahaan kecil sehingga perusahaan besar memiliki kemampuan untuk menerbitkan utang dengan jumlah yang lebih banyak.

Mengacu pada hasil regresi pada tabel 7 dapat dilihat bahwa koefisien SQUARED memiliki hubungan negatif sebesar 0.037 pada kelompok perusahaan kecil, namun dengan nilai mutlak statistik-t sebesar 0.9972 dan nilai probabilitasnya sebesar 0.3192 maka hubungan negatif tersebut dinyatakan tidak signifikan. Pada kelompok perusahaan besar, koefisien SQUARED memiliki hubungan negatif sebesar 0.084 yang berarti perusahaan akan memilih untuk menggunakan sumber pendanaan eksternal berupa *equity* pada saat defisit keuangannya besar namun dengan pengaruh yang kecil. Nilai mutlak statistik-t nya sebesar 5.9724 dan nilai probabilitasnya sebesar 0.0000 maka hubungan negatif tersebut dinyatakan signifikan.

Perusahaan kecil lebih memilih untuk menggunakan *equity* dibandingkan dengan utang dikarenakan mereka memiliki defisit keuangan yang kecil dan memiliki aset yang kecil untuk menutupi kebutuhan pendanaan eksternal mereka (Altinkilic and Hansen, 2000). Oleh karena itu, variabel defisit keuangan yang dikuadratkan pada perusahaan kecil menjadi tidak signifikan terhadap perubahan utang jangka panjang.

Pada penelitian ini ditemukan bahwa defisit keuangan dan penambahan variabel *squared of financing deficit* signifikan terhadap perubahan utang jangka panjang pada perusahaan non-keuangan di Indonesia. Adapun pengujian yang dilakukan memberikan hasil yang sesuai dengan hipotesis yang diajukan kecuali pada perusahaan ukuran kecil yang memiliki hasil yang berbeda. Pada penelitian yang dilakukan oleh Lemmon and Zender (2010) diketahui bahwa defisit keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan *long-term debt* pada perusahaan ukuran kecil dan juga pada perusahaan dengan *debt capacity* tinggi, variabel *squared of financing deficit* memiliki hubungan negatif yang signifikan. Perbedaan hasil penelitian ini menunjukkan adanya perbedaan antara karakteristik perusahaan Indonesia dengan perusahaan di Amerika Serikat.

Pengujian model *pecking order* yang dilakukan pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* rendah ataupun pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi menunjukkan bahwa pada saat perusahaan mengalami defisit keuangan maka perusahaan akan menerbitkan utang namun dengan pengaruh yang berbeda. Pada perusahaan dengan *debt capacity* tinggi, perusahaan cenderung lebih mengikuti teori *pecking order* dengan menggunakan utang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *debt capacity* rendah. Ketika defisit keuangannya besar, pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* rendah cenderung menggunakan *equity* sedangkan pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi tetap menggunakan utang meskipun mengalami defisit yang besar. Hal ini dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dengan *debt capacity* tinggi lebih baik dalam pengelolaan utangnya sehingga memiliki kemungkinan *distress* yang lebih kecil dan juga memiliki kapasitas untuk meminjam yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan dengan *debt capacity* rendah.

Perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi berarti memiliki umur dan *leverage* yang lebih tinggi. Perusahaan yang telah lama berdiri dianggap memiliki reputasi yang lebih baik daripada perusahaan yang baru berdiri dikarenakan perusahaan tersebut telah menunjukkan stabilitas pada kegiatan operasionalnya. Dan juga pada perusahaan yang telah lama

berdiri diperkirakan telah memiliki peringkat obligasi (Altinkilic and Hansen, 2000).

Ketika perusahaan mengalami defisit keuangan baik perusahaan ukuran kecil maupun ukuran besar, tetap menggunakan utang namun pada perusahaan dengan ukuran besar, defisit keuangan memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap penerbitan utang jangka panjang dibandingkan perusahaan dengan ukuran kecil. Hal tersebut dikarenakan perusahaan ukuran besar memiliki aset yang lebih besar sebagai jaminan perusahaan dibandingkan perusahaan ukuran kecil sehingga memiliki kemampuan dalam pengelolaan utang yang lebih baik dan juga perusahaan besar cenderung lebih terdiversifikasi dan tidak mudah mengalami kebangkrutan (Titman and Wessels, 1988).

Pada saat defisit keuangannya besar, pada perusahaan ukuran kecil variabel defisit keuangan yang dikuadratkan tidak signifikan. Namun, pada perusahaan dengan ukuran besar variabel defisit keuangan memiliki pengaruh negatif namun signifikan yang relatif kecil terhadap penerbitan utang jangka panjang. Perusahaan besar yang memiliki banyak harta, memiliki kemampuan yang lebih besar untuk membayar utangnya sehingga biaya kebangkrutan (*financial distress cost*) lebih kecil dibandingkan perusahaan kecil sedangkan pada perusahaan kecil yang mengalami defisit keuangan yang besar, tidak memiliki kemampuan untuk membayar utangnya. Menurut Titman and Wessels (1988), biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) berhubungan terbalik dengan ukuran perusahaan. Oleh karena itu, variabel defisit keuangan yang dikuadratkan pada perusahaan kecil menjadi tidak signifikan terhadap penerbitan utang jangka panjang.

Hasil penelitian ini sesuai dengan rujukan utama yaitu penelitian yang dilakukan oleh Lemmon and Zender (2010) bahwa pada perusahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi cenderung menggunakan utang ketika mengalami defisit keuangan. Namun, pada saat perusahaan mengalami defisit keuangan yang besar perusahaan non-keuangan di Indonesia yang memiliki *debt capacity* tinggi tetap menggunakan utang. Perusahaan dengan *debt capacity* tinggi juga menunjukkan bahwa perusahaan telah berdiri cukup lama jika dilihat dari *firm age* nya dan memiliki tingkat *leverage* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan *debt capacity* rendah. Perusahaan yang

telah lama berdiri dianggap telah stabil dalam kegiatan operasionalnya sehingga memiliki kapasitas yang lebih besar dalam mendapatkan utang (Abor, 2005).

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati (2009) bahwa defisit keuangan mempengaruhi penerbitan utang jangka panjang secara positif pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Ketika mengalami defisit, perusahaan cenderung lebih memilih untuk menggunakan utang jangka panjang dibandingkan melakukan penerbitan ekuitas yang sesuai dengan teori *pecking order*.

Selain itu, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa penggunaan probabilitas kepemilikan peringkat obligasi pada perusahaan lebih baik dibandingkan menggunakan ukuran perusahaan dalam mengelompokkan perusahaan berdasarkan *debt capacity*. Penggunaan variabel *leverage* dan *age* pada model regresi logit dalam memprediksi probabilitas kepemilikan peringkat obligasi dapat menjelaskan tingkat *debt capacity* perusahaan. Perusahaan yang telah lama berdiri diperkirakan telah memiliki peringkat obligasi (Altinkilic and Hansen, 2000).

KESIMPULAN

Terdapat pengaruh positif yang signifikan antara defisit pendanaan perusahaan terhadap perubahan utang jangka panjang pada perusahaan non-keuangan yang berada di Bursa Efek Indonesia periode 2006–2010. Hal ini sesuai model teori *pecking order* yang digunakan oleh Shyam-Sunder and Myers (1999) bahwa ketika perusahaan mengalami defisit akan menggunakan utang sebagai sumber dana eksternal utama.

Pengelompokan perusahaan berdasarkan *debt capacity* pada perusahaan non-keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2006–2010 memberikan kesimpulan bahwa pada perusahaan yang tidak mengalami masalah *debt capacity*, akan cenderung mengikuti hipotesis *pecking order* yaitu ketika perusahaan mengalami defisit keuangan dan dana internal tidak cukup maka perusahaan akan menerbitkan utang jangka panjang sebagai sumber pendanaan eksternal yang pertama kali diterbitkan. Namun, ketika perusahaan mengalami defisit keuangan yang besar, hanya per-

usahaan yang memiliki *debt capacity* tinggi saja yang tetap memilih untuk menerbitkan utang dalam mengatasi defisit keuangannya karena memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mendapatkan sumber pendanaan dari utang daripada perusahaan yang memiliki *debt capacity* rendah.

Pada penelitian selanjutnya, disarankan variabel terikat yang digunakan adalah jumlah antara perubahan utang jangka panjang dan utang jangka pendek untuk melihat pengaruh perubahan utang yang dilakukan perusahaan.

Pada penelitian ini digunakan variabel bebas berupa *squared of financing deficit* untuk melihat defisit keuangan yang besar pada perusahaan. Namun, penggunaan *squared of financing deficit* dapat menimbulkan bias dalam menentukan defisit yang dialami perusahaan. Pada perusahaan yang mengalami defisit yang negatif, maka nilai *squared of financing deficit* akan menjadi positif. Oleh karena itu, pada penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan variabel *dummy* untuk defisit negatif dan defisit positif (surplus).

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. 2007. Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms. *Corporate Governance*. 7. 83-92.
- Abor, J. and N. Biekpe. 2005. What Determines the Capital Structure of Listed Firms in Ghana? *African Finance Journal*. 7. 37-48.
- Almeida, H. and M. Campello. 2010. Financing Frictions and the Substitution Effect between Internal and External Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 45. 589-622.
- Almeida, HM. Campello, MS. Weisbach. 2004. The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*. 59. 1777-1804.
- Altinkilic, O. and RS. Hansen. 2000. Are There Economies of Scale in Underwriting Fees? Evidence of Rising External Financing Costs. *Review of Financial Studies*. 13. 191-218.
- Altman, E.I. 1993. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting & Avoiding*

- Distress and Profiting from Bankruptcy*. Second Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Awat, NJ. dan Mulyadi. 1996. *Keputusan-keputusan Keuangan Perusahaan (Teori Dan Hasil Pengujian Empirik)*. Liberty: Yogyakarta.
- Baskin, JB. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*. 18. 26-35.
- Bolton, P. and X. Freixas. 2000. Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information. *Journal of Political Economy*. 108. 324-351.
- Brealey, RA., SC. Myers and AJ. Marcus. 2001. *Fundamentals of Corporate Finance*. Third Edition. USA: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, EF. and JF. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Buku Statistik Pasar Modal BAPEPAM 2007
- Buku Statistik Pasar Modal BAPEPAM 2011
- Carpenter, RE., SM. Fazzari and BC. Peterson. 1998. Financing Constraints and Inventory Investment: A Comparative Study with High-Frequency Panel Data. *Review of Economics and Statistics*. 80. 513-519.
- Chirinko, RS. and AR. Singha. 2000. Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment. *Journal of Financial Economics*. 58. 412-425.
- Cotei, C., J. Farhat and B. Abugri. 2009. *The Pecking Order Hypothesis vs. the Static Trade-off Theory under Different Institutional Environments*.
- DeAngelo, H. and RW. Masulis. 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*. 8. 3-29.
- Fama, EF. and KR. French. 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*. 15. 1-33.
- Fama, EF. and KR. French. 2005. Financing Decisions: Who Issue Stock? *Journal of Financial Economics*. 76. 549-582.
- Frank, MZ. and VK. Goyal. 2003. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 67. 217-248.
- Gujarati, DN. 2006. *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Erlangga.
- Harris, M. and A. Raviv. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*. 41. 297-355.
- Holmstrom, B. and J. Tirole. 1997. Financial Intermediation, Loanable Funds and the Real Sector. *Quarterly Journal of Economics*. 112. 663-691.
- Homaifar, G., Z. Joachim and O. Benkato. 1994. An Empirical Model of Capital Structure Some New Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*. 21. 1-14.
- Horne, VCJ. 1995. *Financial Management and Policy*. Tenth Edition, New Jersey: Prentice Hall, International Edition.
- Hovakimian, A., T. Opler and S. Titman. 2001. The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 36. 1-24.
- Hutagaol, RU. 2002. *Pengujian Teori Pecking Order dan Teori Static Tradeoff terhadap Struktur Modal Emiten di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Depok: Universitas Indonesia.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3. 305-360.
- Keown, AJ., JD. Martin, JW Petty and DF. Scott Jr. 1999. *Basic Financial Management*. Singapore: McGraw-Hill.
- Kester, WC. 1986. Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*. 15. 5-16.

- Leary, MT. and MR. Roberts. 2010. The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry. *Journal of Financial Economics*. 95. 332-355.
- Lemmon, ML. and F. Zender. 2010. Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 45. 1161-1187.
- Lucas, D. and RL. McDonald. 1990. Equity Issues and Stock Price Dynamics. *Journal of Finance*. 45. 1019-1043.
- Meggison, WL. 1997. *Corporate Finance Theory*. Massachusetts: Addison-Wesley.
- Mizruchi, MS. and LB. Stearns. 1988. A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates. *Administrative Science Quarterly*. 33. 194-210.
- Myers, SC. 1977. Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*. 5. 147-175.
- Myers, SC. and NS. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13. 187-221.
- Nachrowi, D. dan H. Usman. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, Lembaga Penerbit Universitas Indonesia.
- Pandey, IM. 2002. *Capital Structure and Market Power*. Working Paper.
- Prasetyo, B. dan LM. Jannah. 2005. *Metode Penelitian Kuantitatif: Teori dan Aplikasi*, Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Prastowo, NJ. dan T. Chawwa. 2009. *Kondisi Pasar Keuangan dan Implikasinya Terhadap Animo Penerbitan Saham dan Obligasi Korporasi*. Working Paper.
- Rachmawati, E. 2009. *Pengujian Teori Pecking Order dalam Pembentukan Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan Non-Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2001-2007*. Skripsi. Depok: Universitas Indonesia
- Rajan, RG. and L. Zingales. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*. 50. 1421-1460.
- Riyanto, B. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat Cetakan Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Ross, SA., RW. Westerfield and BD. Jordan. 2001. *Essentials of Corporate Finance*. Third Edition. McGraw-Hill.
- Seifert, B. and H. Gonenc. 2010. Pecking Order Behavior in Emerging Markets. *Journal of International Financial Management and Accounting*. 21. 1-31.
- Seitz, N. 1984. *Financial Analysis: A Programmed Approach*. Third Edition. Englewood Cliffs, New Jersey: A Reston Book Prentice-Hall, Inc.
- Shyam-Sunder, L. and SC. Myers. 1999. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 51. 219-244.
- Stiglitz, JE. and A. Weiss. 1981. Credit Rationing in Markets and Imperfect Information. *American Economic Review*. 71. 393-410.
- Thies, CF. and MS. Klock. 1992. Determinants of Capital Structure. *Review of Financial Economics*. 1. 40-53.
- Titman, S. and R. Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. 43. 1-19.
- Welch, I. 2004. Capital Structure and Stock Returns. *The Journal of Political Economy*. 112. 106-132.
- Weston, JF and EF. Brigham. 1990. *Essentials of Managerial Finance*. Ninth Edition. The Dryden Press.
- Weston, JF dan Thomas E. Copeland. 1996. *Manajemen Keuangan*. Jilid Dua. Jakarta: Erlangga.

- Whited, TM. 1992. Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data. *Journal of Finance*. 47.1425-1460.
- Winarno, WW. 2009. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan EViews*. Yogyakarta: Unit Penerbitan dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- Yamin, S., LA. Rachmach dan H. Kurniawan. 2011. *Regresi dan Korelasi dalam Genggaman Anda: Aplikasi dengan Software SPSS, EViews, MINITAB, dan STATGRAPHICS*. Jakarta: Salemba Empat.