

Teori Struktur Modal : Sebuah Survei

Sujoko

Abstract: *This paper explored capital structure theory since 1952 to 1996. The Capital Structure theory firstly introduced by David Duran (1952) to estimate value of the firm. Modigliani and Miller introduced MM-theory and become landmark the capital structure theory because the many paper always referred to the paper. Pecking order theory, Agency Theory and Signaling theory and Dynamic capital structure explained in this paper.*

Keyword : *Capital Structure, MM-Theory, Pecking Order Theory, Asymmetries Information, Signaling Theory, Agency Theory and Dynamic Capital Structure.*

Pendahuluan

Keuangan perusahaan merupakan satu bidang dalam keuangan yang cukup mendapat perhatian dari para akademisi dan praktisi. Keuangan perusahaan mempunyai pengaruh yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Harga saham perusahaan diperdagangkan di bursa merupakan refleksi dari struktur keuangan perusahaan. Sering kali para pengambil keputusan memperhatikan struktur keuangan perusahaan dalam rangka investasi ke perusahaan yang bersangkutan. Perbankan juga memperhatikan struktur keuangan untuk memberikan kredit kepada perusahaan karena pemberian kredit dapat membuat struktur keuangan perusahaan dan berakhir pada harga saham perusahaan.

Para akademisi banyak yang berminat melakukan penelitian mengenai struktur keuangan sehingga menimbulkan teori yang dikenal dengan teori struktur modal atau struktur keuangan dimana teori ini berakhir kepada nilai perusahaan. Teori ini dimulai oleh David Duran pada tahun 1952 yang mengemukakan bahwa perhitungan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan tiga pendekatan. Kemudian, Modigliani dan Miller (1958) mengeluarkan sebuah teori keuangan dan dianggap merupakan awal dari teori struktur modal. Teori struktur modal ini yang dikeluarkan oleh Modigliani dan Miller dikenal dengan MM-teori dengan preposisi I dan II. Selanjutnya, Donaldson (1961) mengemukakan pecking order theory yang membahas urutan pembiayaan perusahaan. Stiglitz (1969), Haugen dan Papas (1971) dan Rubenstein membahas teori struktur modal yang di kenal dengan *Trade-off Models* yang membahas *financial distress* akan terjadi pada perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori Agency yang berkaitan dengan nilai perusahaan karena adanya konflik antara *agent* (manajemen perusahaan) dan pemegang perusahaan saham perusahaan yang dikenal *principal*. Myers (1984) mengkritik temuan Donaldson dan *Trade-off Model* bahwa ada inkonsisten diantara kedua pemikiran tersebut dinamakan itu terjadi karena adanya *asymetris information*.

Berbagai teori yang muncul kepermukaan tersebut memberikan wawasan dan pemikiran yang mendalam bagi para akademisi dan praktisi. Tulisan ini mencoba menguraikan teori tersebut sebagai bahan acuan para pemula yang mempelajari teori struktur keuangan.

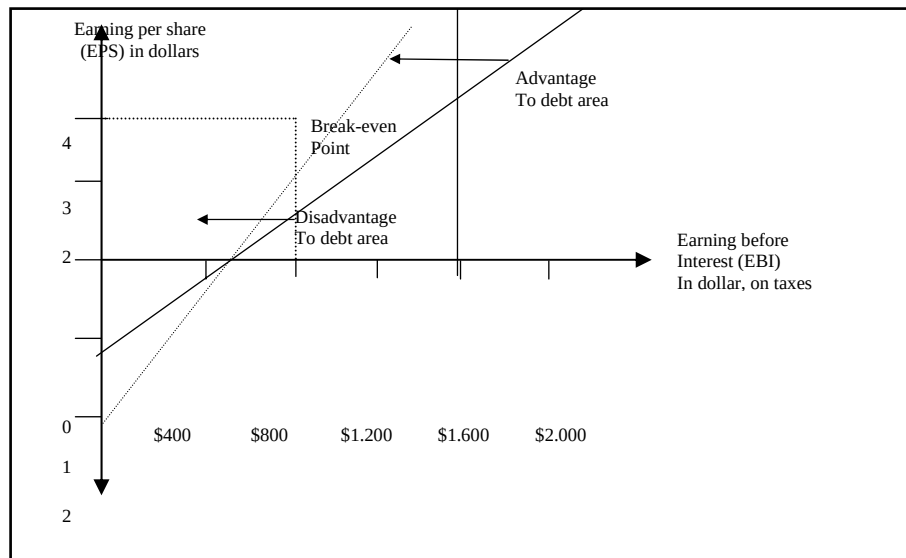
Paper ini bertujuan memberikan rangkuman dan perkembangan struktur keuangan sebagai berikut :

1. menguraikan perkembangan teori struktur keuangan.
2. memberikan dokumentasi atas teori struktur keuangan dalam bahasa Indonesia.
3. memberikan pengetahuan dan wawasan kepada pembaca mengenai teori struktur keuangan.

Dampak penambahan hutang terhadap EPS

Investor melakukan investasi dengan tujuan meningkatkan nilai kekayaan dan nilai kekayaan tersebut disebut dengan harga saham yang diperdagangkan di bursa. Bila saham perusahaan tidak di perdagangan di bursa maka harga saham perusahaan belum dapat diketahui secara cepat akibatnya, harga saham dapat diproxy dengan Earning Per Share = EPS (laba bersih per saham), artinya investor menginginkan EPS tersebut mengalami peningkatan. Dalam rangka ekspansi, perusahaan dapat memperoleh pembiayaan dari pinjaman (hutang) atau mengeluarkan saham baru. Gambar 1 menjelaskan pemilihan pembiayaan melalui hutang atau ekuitas yang mengakibatkan perubahan pada EPS. Pada tahap awal sebaiknya perusahaan menggunakan saham karena lebih profit dibandingkan dengan pembiayaan pinjaman karena EPS dengan saham lebih tinggi dari EPS dengan pinjaman. Sampai pada level EBIT sebesar \$800 maka pembiayaan dengan saham lebih baik dibandingkan dengan pembiayaan pinjaman. Setelah EBIT sebesar \$800 maka perusahaan lebih baik menggunakan pinjaman dalam pembiayaan investasinya dalam rangka menaikkan EBIT. Alasannya, EPS dengan pinjaman lebih tinggi dibandingkan dengan EPS dengan pembiayaan saham.

Gambar 1 : Dampak penambahan hutang terhadap EPS

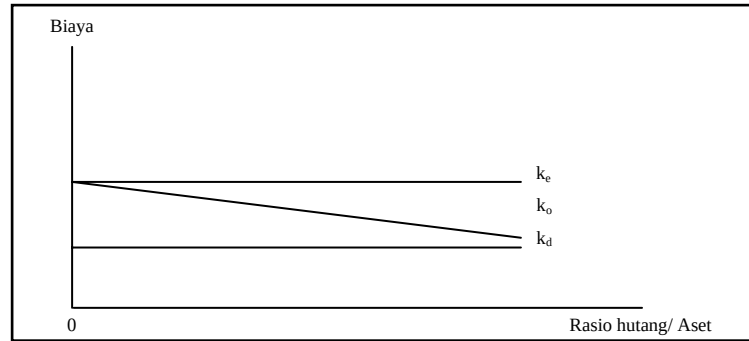


Teori Struktur Keuangan

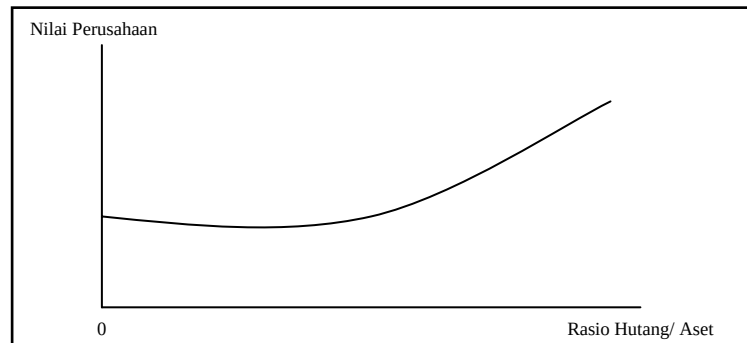
Pembahasan teori struktur keuangan mempunyai tujuan akhir yaitu nilai perusahaan (value of the firm). Teori Struktur Keuangan (Financial Structure Theory) dikaitkan dengan nilai perusahaan pertama kali dikembangkan oleh David Duran pada tahun 1952. dalam mengembangkan pendekatan ini diasumsikan pajak perusahaan nol. Nilai perusahaan dapat dinilai dengan tiga pendekatan yaitu, pertama, pendekatan laba bersih (Net Profit Approach). Pada pendekatan ini biaya modal-saham (cost of equity) dan

biaya hutang (cost of debt) dianggap konstan sehingga perusahaan dapat meningkatkan hutang. Biaya rata-rata modal perusahaan mengalami penurunan mendekati biaya hutang dan kemudian mengalami peningkatan setelah mencapai pada level tertentu. Kenaikan hutang membuat biaya rata-rata modal perusahaan mengalami kenaikan. Nilai perusahaan pada awalnya tidak naik tetapi kemudian mengalami kenaikan. Uraianya dapat diperhatikan melalui Gambar 2 dan gambar 3 berikut :

Gambar 2: Biaya equitas, hutang dan rata-rata modal



Gambar 3: Nilai Perusahaan



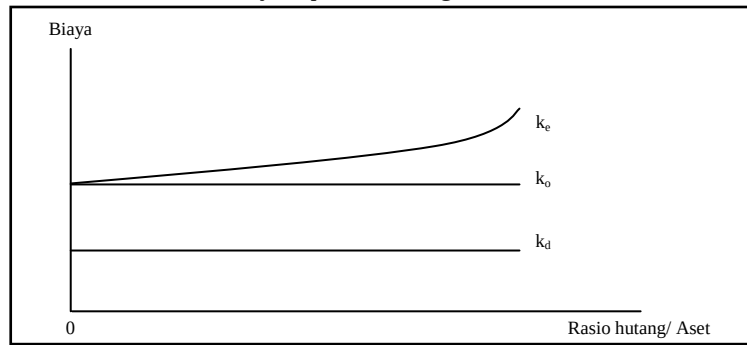
Sumber : Eugene, F. Fama dan Louis C Gapenski (1987)

$$k_o = \frac{D}{(D+E)} k_d(1-T) + \frac{E}{(D+E)} k_e \dots \dots (1)$$

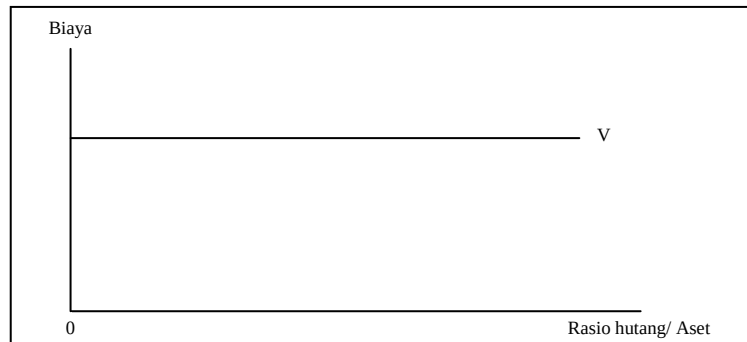
Pernyataan Duran mengenai pendekatan ini dapat diperhatikan dengan persamaan diatas bahwa hutang yang meningkat terus maka k_o akan mendekati k_d .

Kedua, pendekatan pendapatan operasi bersih (Net Operating Income Approach). Pendekatan kedua agak berbeda dengan pendekatan pertama karena asumsi ang dipergunakan berbeda dengan asumsi sebelumnya. Pada pendekatan ini investor mempunyai reaksi yang berbeda terhadap perusahaan yang banyak menggunakan hutang. Dalam pendekatan ini biaya hutang dan biaya rata-rata modal tetap sehingga biaya ekuitas mengalami peningkatan sejalan meningkatnya hutang perusahaan karena resiko perusahaan semakin tinggi. Para pengambil keputusan di dalam perusahaan tidak mempertimbangkan biaya rata-rata modal karena konstan sepanjang masa. Grafik biaya hutang, biaya ekuitas dan biaya rata-rata modal dapat di perhatikan pada Gambar 4 dan 5.

Gambar 4: Biaya ekuitas, hutang dan rata-rata modal



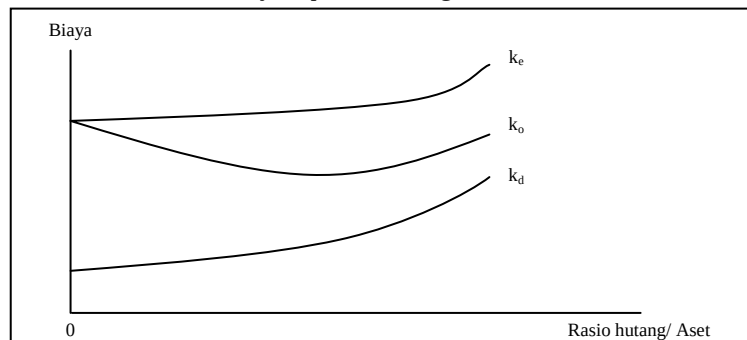
Gambar 5: Nilai Perusahaan



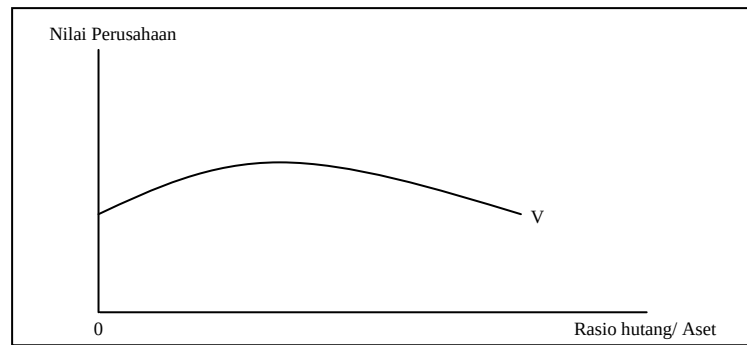
Sumber : Eugene, F. Fama dan Louis C Gapenski (1987)

Ketiga, pendekatan tradisional. Pendapat ini sangat banyak dianut oleh para akademisi dan praktisi karena pada pendekatan ini ditemukan sesuai dengan kenyataan bahwa perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal ketika nilai perusahaan maksimum atau struktur modal modal yang membuat biaya rata-rata modal menjadi minimum. Kejadian ini bisa terjadi karena diasumsikan bahwa resiko perusahaan tidak mengalami perubahan sampai pada struktur modal tertentu atau leverage tertentu. Grafik biaya hutang, biaya ekuitas dan biaya rata-rata modal dapat di perhatikan pada gambar 6 dan 7.

Gambar 6: Biaya ekuitas, hutang dan rata-rata modal



Gambar 7: Nilai Perusahaan



Gambar 6 menjelaskan biaya modal rata-rata mengalami penurunan sampai pada level struktur modal yang optimal dan kemudian mengalami peningkatan. Sedangkan pada gambar 7 dijelaskan bahwa nilai perusahaan mengalami peningkatan sampai pada level tertentu dimana terjadi struktur modal yang optimal dan selanjutnya nilai perusahaan mengalami penurunan.

Pada tahun 1958, Franco Modigliani dan Merton Miller dikenal dengan MM menerbitkan tulisannya pada *Journal of Finance* dan merupakan awal adanya teori Struktur Kapital (Capital Structure) karena tulisan ini sangat berpengaruh serta para akademisi selalu mengacu pada tulisan dari MM ini bila membahas biaya modal dan struktur kapital. Teori Struktur capital dari MM mempunyai asumsi sebagai berikut :

1. perusahaan dengan kelas yang sama mempunyai resiko bisnis sama dimana resiko bisnis tersebut diukur dengan standard deviasi dari laba sebelum bunga dan pajak (S_{EBIT}).
2. investor mempunyai harapan yang sama atau homogen terhadap laba perusahaan dan resiko perusahaan serta memiliki ekspektasi yang sama terhadap EBIT di masa mendatang.
3. surat hutang seperti obligasi dan penyertaan dalam bentuk saham diperdagangkan pada pasar yang sempurna (perfect capital market). Kriteria pasar yang efisien untuk pasar instrumen tersebut yaitu :
 - a. tidak adanya pajak pribadi dan pajak perusahaan.
 - b. Adanya informasi yang merata dan dapat diakses dengan tanpa biaya.
 - c. Investor bersikap rasional serta tidak adanya biaya transaksi.
 - d. Investor dapat melakukan diversifikasi atas investasinya.
 - e. Adanya tingkat bunga pinjaman dan meminjamkan yang sama besarnya yaitu tingkat bunga bebas resiko.

Ketika MM-teori dikemukakan, maka pertama-tama yang diasumsikan yaitu bahwa tidak adanya pajak perusahaan sehingga diperkenalkan tiga proposisi yaitu :

Proposisi I :

Nilai perusahaan merupakan kapitalisasi laba operasional bersih (EBIT) atau laba sebelum bunga dan pajak dengan tingkat kapitalisasi (k_o) yang konstan sesuai dengan tingkat resiko perusahaan. Nilai perusahaan yang tidak mempunyai hutang sama dengan nilai perusahaan yang mempunyai hutang.

$$V_t = V_u = EBIT / k_o \dots\dots\dots (2)$$

Konsep ini juga memberikan argumentasi bahwa struktur modal perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Disamping itu, biaya modal rata-rata tertimbang sama dengan biaya ekuitas serta.

Proposisi II :

Pada proposisi ini MM-Teori berpendapat bahwa biaya ekuitas untuk perusahaan yang mempunyai hutang k_{et} , merupakan hasil jumlah dari (1) biaya ekuitas untuk perusahaan yang tidak mempunyai hutang, k_{eu} pada perusahaan yang sama resiko kelas risikonya dengan (2) resiko premium dari size perusahaan yang tergantung pada selisih antara biaya ekuitas dan biaya hutang serta jumlah hutang yang digunakan. Rumusan matematisnya sebagai berikut :

$$k_{et} = k_{eu} + \text{Risk Premium} = k_{eu} + (k_{eu} - k_d) * (D/V) \quad \dots\dots\dots (3)$$

Persamaan 3 menceritakan bahwa biaya ekuitas perusahaan yang mempunyai hutang mengalami peningkatan seiring dengan peningkatan hutang yang dilakukan.

Preposisi III :

Pada preposisi ini, MM-teori membahas mengenai investasi baru yang dilakukan akan meningkatkan nilai perusahaan. Artinya, nilai perusahaan harus meningkat minimum sebesar nilai investasi proyek tersebut sehingga secara matematis senagao berikut :

$$\Delta V / \Delta I > 1 \quad \dots\dots\dots (4)$$

atau

$$\Delta \text{EBIT} / \Delta I > k_{eu} \quad \dots\dots\dots (5)$$

Semua proposisi yang dikemukakan NN-teori secara jelas menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak tergantung kepada struktur modal perusahaan. Selanjutnya, bila ada pajak maka MM-teori menyatakan sebagai berikut :

Preposisi I :

Nilai perusahaan yang mempunyai hutang akan meningkat sebesar pajak yang ditabung (Tax-Shield) dimana rumusan matematisnya sebagai berikut :

$$V_I = V_u + T D \quad \dots\dots\dots (6)$$

Dimana T adalah persentasi pajak perusahaan.

Preposisi II :

Biaya ekuitas perusahaan yang mempunyai hutang akan meningkat sebesar hutang digunakan tetapi biaya ekuitas ini lebih kecil dari biaya ekuitas dengan tidak, ada pajak. Artinya, pajak memberikan pengaruh pengurangan terhadap biaya ekuitas perusahaan dimana rumusan matematisnya sebagai berikut:

$$k_{et} = k_{eu} + \text{Risk Premium} = k_{eu} + (k_{eu} - k_d) * (D/V) \quad \dots\dots\dots (7)$$

Pada persamaan (7) terlihat risk premium yang ditolerir lebih kecil dari risk premium dimana tidak ada pajak. Pajak memberikan tabungan kepada perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Preposisi III :

Pada preposisi ini MM-teori mengemukakan bahwa tingkat pengembalian internal dari proyek investasi yang dilakukan harus lebih besar dari biaya equitas dikurangi porsi pajak atas biaya equitas penggunaan dana, dimana secara matematis sebagai berikut :

$$IRR > k_{eu} (1 - T (D/V)) \dots\dots\dots (8)$$

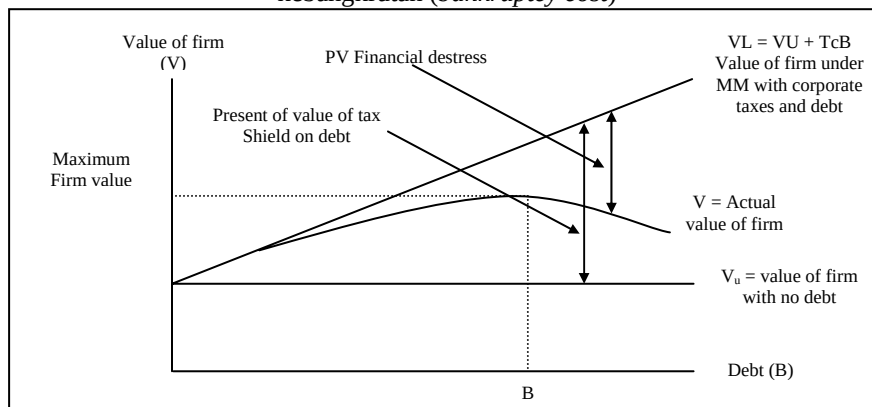
$k_{eu} (1 - T (D/V))$ dianggap sebagai cut off rate bila perusahaan melakukan investasi.

Pecking Order theory diperkenalkan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961 dengan penelitiannya terhadap 500 perusahaan yang terdaftar pada Fortune 500 dan dipublikasikan oleh Divisi Riset, Harvard School of Business. Penelitian ini melaporkan hasil dari 176 perusahaan dan menganalisis praktek pembiayaan dari 25 perusahaan dengan hasil bahwa perusahaan mempunyai urutan dalam melakukan pembiayaan yang dimulai dengan urutan laba ditahan, hutang kepada pihak ketiga baik dengan loan atau menjual obligasi dan terakhir dengan mengeluarkan saham baru. Urutan pembiayaan tersebut merupakan urutan berdasarkan biaya yang harus dikeluarkan perusahaan dan biaya equitas merupakan biaya tertinggi. Selanjutnya, Baskin (1989) melakukan penelitian atas hipotesis Pecking Order dengan menggunakan 378 perusahaan dimana periode penelitian pada 1960 sampai dengan 1972. penemuannya memberikan hasil bahwa perusahaan yang membayar dividen tinggi pada masa lalu mempunyai kecenderungan untuk meminjam lebih banyak. Sehingga, perusahaan lebih cenderung menggunakan dana dari dalam perusahaan dan pinjaman serta kemudian mengeluarkan saham. Tetapi, penelitian ini memberikan argumentasi adanya informasi asymetris.

Teori Struktur Kapital yang dikemukakan oleh MM mendapat tanggapan dan kritik dari berbagai pihak. Keritikan paling besar terhadap MM-teori ini mengenai adanya *financial distress* diakibatkan meningkatnya hutang perusahaan. Perusahaan yang terus meningkatkan hutang akan membayar bunga yang semakin besar dan kemungkinan penurunan laba bersih perusahaan semakin besar dan akan membawa kepada kesulitan keuangan (*financial distress*) dan akibatnya akan menimbulkan biaya *financial distress* dan menuju kebangkrutan dan akhirnya juga menimbulkan biaya kebangkrutan. Kritik tersebut dilontarkan oleh Stiglitz (1969) dan Rubinstein (1973) yang menyatakan bahwa investor tidak memungkinkan untuk meminjam dan meminjamkan dengan tingkat bunga yang sama. Bila perusahaan akan bangkrut maka perusahaan akan membayar bunga yang lebih tinggi dan investor yang menggunakan surat hutang yang dikeluarkan perusahaan sebagai jaminan maka investor harus membayar bunga yang lebih tinggi.

Artinya, dalam meningkatkan hutang untuk mencapai struktur kapital yang optimal maka timbul pilihan (*trade-off*) antara keuntungan pajak atas peningkatan hutang dengan biaya kebangkrutan yang terjadi. Nilai perusahaan dengan hutang dan tanpa hutang, biaya kebangkrutan dan keuntungan pajak dapat digambarkan secara grafik yang diperlihatkan pada gambar 8.

Gambar 8 : model struktur modal yang optimal dengan memperhitungkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*)



Oleh karenanya, nilai perusahaan yang mempunyai hutang sebagai berikut :

$$V_L = V_U + T D - \{PV \text{ of cost of financial distress}\} - \{PV \text{ of Agency Cost}\} \dots (9)$$

Taggart (1977) mencoba membuat sebuah model keputusan pembiayaan perusahaan dengan menggunakan teori yang ada berdasarkan laporan keuangan (neraca) perusahaan. Model matematisnya didasarkan pada neraca sebagai berikut:

$$\Delta^A - RE = \Delta^{SDBT} + \Delta^{LDBT} + \Delta^{GSTK} - SRET - \Delta^{LIQ} \dots (10)$$

dimana Δ^A = pertambahan asset

RE = laba ditahan

Δ^{SDBT} = pertambahan hutang jangka pendek

Δ^{LDBT} = pertambahan hutang jangka panjang

Δ^{GSTK} = penerbitan saham baru

SRET = saham yang dibeli kembali (stock retirements)

Δ^{LIQ} = asset likuid

Dengan persamaan (10) tersebut dikembangkan pinjaman yang memperlihatkan kebutuhan pembiayaan dengan meningkatkan kapital permanen (*Permanent Capital = Long-term debt plus equity*) atau kapital sementara (*temporary capital = short-term capital minus liquid assets*) yang dipengaruhi oleh beberapa variabel yang telah diuraikan pada persamaan (9). Penelitian ini menggunakan data dari Federal Reserve Flow of Funds untuk perusahaan non keuangan pada periode 1952 sampai dengan tahun 1957. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa perusahaan mengeluarkan saham dan obligasi untuk memenuhi kapital permanen dan kepastian hutang jangka panjang perusahaan. Akibatnya, perusahaan harus memperhatikan kapasitas hutangnya, dimana penerbitan obligasi akan membawa kelebihan level hutang (*excessive debt level*) dan penerbitan

Saham disimulasikan sebagai alat pengukur (*Counter measure*). Disamping itu ditemukan juga bahwa strategi waktu dapat mempercepat atau menunda penyesuaian perusahaan kepada targetnya.

Leland dan Pyle (1977) mengemukakan bahwa adanya asimetris informasi antara pemegang saham perusahaan dan dewan direksi (termasuk manajer perusahaan) mengenai keadaan perusahaan dan dewan direksi memberikan corporate action kepada pihak luar atau investor dan tindakan tersebut merupakan signal kepada pihak lain. Tidak benarnya harga saham di bursa juga merupakan adanya perbedaan informasi antara investor dengan manajer yang menjalankan perusahaan, sehingga semakin lama dapat menimbulkan kinerja pasar dapat memburuk. Argumentasi yang dikemukakan akademisi ini sebenarnya berkaitan dengan dua persoalan di bidang keuangan yaitu adanya asymetris informasi dan teori signal yang dikemukakan oleh Spence (1973). Akademisi ini sebenarnya lebih banyak menekankan mengenai signal atas informasi yang diumumkan perusahaan mengenai corporate action yang sedang dilakukan.

Dalam kaitan bahwa adanya informasi asymetris maka Myers dan Majluf (1984) menguraikan lebih detail mengenai asysmentris informasi tersebut. Ada tiga persoalan penting yang harus dipilih mengenai tujuan manajemen pada posisi informasi aysmetris yaitu (i). Manajemen bertindak atas keinginan seluruh pemegang saham dan menghilangkan setiap konflik kepentingan antara pemegang saham lama dan baru, (ii). Manajemen bertindak atas kepentingan pemegang saham lama dan diasumsikan pemegang saham tersebut passif, (iii). Manajemen bertindak atas kepentingan pemegang saham lama tetapi diasumsikan bahwa pemegang saham tersebut menyeimbangkan secara rasional portfolionya sesuai dengan yang diperoleh dari tindakan perusahaan.

Adanya informasi asymetris tersebut membuat tidak relevannya pembiayaan perusahaan atas keputusan investasi yang dilakukan. Tetapi, manajemen harus memperhatikan kepentingan investor dalam menarik dana dari luar perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1986) disingkat dengan JM mengemukakan teori agency dan sekaligus mengintegrasikan dengan teori *property right* dan pengembangan teori struktur kepemilikan perusahaan. Dalam teori agency ini diuraikan mengenai adanya hubungan antara pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan (*Separation ownership and control*). JM menguraikan adanya konflik antara *principal* dan *agent* yang dapat dikategorikan ke dalam tiga hal yaitu pemegang saham (*principal*) dan agent (dewan direksi) dan konflik antara pemegang obligasi (*principal*) dan agent (dewan direksi dan pemilik perusahaan) serta konflik antara produsen dan konsumen. Dalam paper JM disebutkan biaya agensi merupakan hasil jumlah dari (i) Pengeluaran untuk pemantauan (monitoring) oleh pemilik (*principal*); (ii) pengeluaran dalam rangka pengikatan oleh agent dan (iii) biaya lain-lain yang berkaitan dengan pengendalian perusahaan.

Selanjutnya, perkembangan teori struktur keuangan mengalami perubahan dari statis ke dinamis untuk mempertahankan manajemen menyatakan bahwa nilai valuasi dan kesempatan investasi yang baik akan memfasilitasi pembiayaan secara ekuitas tetapi mengizinkan manajer membuat struktur kapital untuk dipertahankan pada waktu yang sama. Di samping itu, ada kemungkinan menolak untuk menggunakan hutang dalam rangka menyeimbangkan struktur kapital di kemudian hari. Kebijakan struktur kapital dikoordinasikan dengan dividen yang diikuti secara alamiah sehingga membuat implikasi terhadap level, frekuensi, jatuh tempo struktur hutang yang merupakan fungsi dari kesempatan investasi di luar perusahaan.

Kesimpulan

Teori Struktur Keuangan akan terus mengalami perkembangan dari pembahasan yang kuantitatif sampai kepada kualitatif. MM-teori memulai dengan kuantitatif dengan memperlihatkan besarnya biaya masing-masing pembiayaan tersebut. Kemudian terus berlanjut kepada pandangan akan pemilihan perusahaan dengan bahasan yang kualitatif. Teori ini terus akan berkembang dan masih menarik dibahas dan diteliti.

Daftar Pustaka

- Adedeji, abimbola (1998); Does Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firms in The UK; Journal of Business Finance & accounting; Vol. 25; pp. 1127-1155.
- Allen, david E. (1993); Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence; Applied Financial Economics, Vol. 3; pp. 101-112.
- Ang et al. (1997); Capital Structure and Dividend policies of Indonesian Firms; Pacific-Basin Finance Journal Journal, Vol. 5; pp. 87-103.
- Ang, Jame S. And Minje Jung (1993); An Alternative test of Myers'Pecking Order Theory of Capital Strcutre: The case of South Korean Firms; Pacific-Basin Finance, Vol. 1; pp. 31-46.
- Archer, Stephen H. and C.A. D'Ambrosio (1983); The Theory of Business Finance; A Book of Reading; 3rd ed; Macmillan Publishing Co., Inc.

- Baker, Malcolm and Jeffrey Wungler (2002); Market Timing and capital Structure; *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1; pp. 1-32.
- Ball, Ray and S.P. Kothari (1994); *Financial Statement Analysis*; McGraw Hill.
- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, Spring.
- Bayles. M.E., and Diltz, J.D., 1994. "Sekurities Offering and capital Structure Theory". *Journal of Business Finance & Accounting*. January.
- Chew, Donald H. (1993): *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practices*; McGraw Hill.
- Cruthley, C.E., and Hansen, R.S., 1989. "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend, *Financial Management*. Winter.
- Demsets, H., and Lehn, K., 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, pp. 115-1177.
- Durand, D., 1989, "Afterthoughts on a Controversy with MM, Plus New Thoughts on Growth and The Cost of Capital", *Financial Management*, Summer.
- Eisenhardt, K.M., 1989, "Agency Theory: An assesment and Review", *Academy Management Review*, Vol. 14, 57-74.
- Farma, E., 1980, "Agency Problems and The Theory of The Firm", *Journal of Political Economy*, pp. 288-307.
- Gordon, M.J., 1989. "Corporate Finance Under the MM Theorems", *Financial Management*, Summer.
- Hart, Oliver (1995): *Firma Contract and Financial Structure*; Oxford University Press.
- Harris, Milton and Artur Raviv (1991); The Theory of Capital Structure; *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1; pp. 297-355.
- Hartoyo, Herman (2002); Pendekatan Teori Balancing dan Teori Pecking Order serta dampak Krisis Moneter Terhadap Pengambilan Keputusan Pendanaan, Studi Analisis Tentang Struktur Modal Perusahaan di Indonesia; Disertasi Doktor Pascasarjana FEUI.
- Homaifar, G., Zietz, J., and Benkato, O., 1994, "An Empirical Model of capital Structure: Some New Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*. January.
- Hovakimian, Armen; Opler, Tim and sheridan Titman (2001); The Debt Equality Choice; *Journal of financial and Quantitative Analysis*; vol. 36, no. 1; pp. 1-24.
- Husnan, suad (2001); Corporate Governance dan keputusan pendanaan:perbandingan kinerja perusahaan dengan pemegang saham pengendali perusahaan Multinasional dan bukan Multinasional; *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen Ekonomi*; Vol. 1, No. 1; pp. 1-12.
- James, Christopher (1996); Bank Debt Restructuring and Composition of Exchange Offers in Financial Distress; *Journal of Finance*; Vol. 51, No. 2 ; pp. 711-727.
- Jensen, Michael C and William H. Meckling Behavior Agency Costs and Ownership Structure; *journal of Financial Economics*, Vol. 3 ; pp. 305-360.

- Johnson, Ramon E. (1995); Issues and Readings in Managerial Finance ; 4th ed; The Dryden press. (RJ).
- Kahl, Matthias (2002); Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation; Journal of Finance; Vol. 57, No. 1; pp. 135-168
- Kamath, R.R., 1997, "Long-Term Financing Decision", Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firmans", The Financial Review, May, Vol.32.
- Kim, Lee, and Francis, 1988, "Investment performance of Common Stock in Relation to Insider Ownership", Financial Review, Vol. 23. February.
- Korajczyk, Robert A. and Amnon Levy (2002); Capital Structure: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints; Working Papers.
- Leland, Hayne E (1977) and David H. Pyle (1977); Information Asymmetris, Financial Structure, and Financial Intermediation; Journal of Finance, Vol. 32, No. 2; pp. 371-387.
- Leland, Hayne E. (1998); Agency Cost, Risk Management and Capital Structure: Journal of Finance; Vol. 53, No. 4; pp. 1213-1243.
- Luehrman, T.A., 1997, "What's it worth?: A General Manager's Guide to valuation", Harvard Business Review, May-June.
- Marsh, Paul (1979); Equity Rights Issues and Efficiency of the UK stock Market; Journal of Finance, Vol. 34, No. 4; pp. 839-862.
- Marsh, Paul (1982); The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study; Journal of Finance, Vol. 37, No. 1; 121-144.
- Masulis, Ronald W. (1988); The Debt / Equity Choice; Ballinger Publishing Company.
- Martin, John D., Cox, Samuel H. and R. D. Macminn (1988); The Theory of Finance, Evidence and application; The Dryden Press.
- Megginsin, William L. (1997); Corporate Finance Theory; Addison Wesley. (WM).
- Miller, Deborah H. and Stewart C. Myers (1990); Frontier of Finance: The Batterymach Fellowship Papers; Basil Blackwell.
- Mdigliani, F., and Miller, M.H., 1963, "Corporate Income Taxes and Cost of Capital", American Economic Review, June, Vol.
- Muralli, R., and Welch, J.B., 1989, "Agents, Owners, Control and Performance", Journal of Business Finance and Accounting, Summer, pp. 385-398.
- Roli, R., 1994, "What Every CFO Should Know About Scientific Progress in Financial Economics: What is Known and What Remains to be Resolved", Financial Management, Summer, Vol. 23.
- Rubinstein, Mark E. (1973); A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory; Journal of Finance, Maret, pp. 167-181.
- Smith, C.W. (1990); The Modern Theory of Corporate Finance; McGraw Hill.
- Spence, A. M. (1973); Job Market Signalling; Quarterly Journal of Economics, 87; pp. 355-379.
- Stern, J.M. and D. H. Chew (1986); The Revolution in Corporate Finance; Basil Blackwell (SC).

- Stiglitz, Joseph E. (1969); A Re-Examination of Modigliani-Miller Theorem; American Economic Review; pp. 784-793.
- Stohs, Mark Hoven and David C. Mauer (1996); The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure; Journal of Business, Vol. 69, No. 3; pp. 279-312.
- Sweeney, L.E., and Mantripragada K.G., 1991, "Ranking Mutually Exclusive Investment: The Problem of Unequal Lives", Journal of Business Finance & Accounting, June.
- Taggart, Robert A. (1977); A Model of Corporate Financing Decisions; Journal of Finance, Vol. 32, No. 5; pp 789-822.
- Tinic, Seha M. (1988); Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock; Journal of Finance; Vol. 43, No. 4; pp. 789-822.
- Titman, Sheridan and Roberto Wessels (1988); The Determinants of Capital Structure Choice; Journal of Finance; Vol. 43, No. 1; pp. 1-19.
- Williamson, Oliver E. (1988); Corporate Finance and Corporate Governance; Journal of Finance; Vol. 43, No. 3; pp. 567-591.
- Woods, J.C., and Randall, M., 1989, "The Net Present Value of Future Investment Opportunities: Its Impact on Shareholder Wealth and Implication for Capital Budgeting Theory, Financial Management, Spring.
- Zwiebel, Jeffrey (1996); Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment; American Economic Review, Vol. 86, No. 5; pp. 1197-1215.