

# DETEKSI PRAKTIS APLIKASI POT (*PECKING ORDER THEORY*)

**Sapto jumono** e-mail: sapto.jumono@esaunggunggul.ac.id

**Abdurrahman** e-mail: abdurrahman@esaunggunggul.ac.id

**Lia Amalia** e-mail: lia.amalia@esaunggunggul.ac.id

**Universitas Esa Unggul Jakarta**

## *Abstract*

*The purpose of this study to obtain empirical evidence about the detection of the capital structure of the content in an easy and practical periodical and time series.*

*Design research is a qualitative approach. The analysis tools are descriptive to explain deficit financing by following formula made by Fama and French (2005). The study population was the Telecommunications Industry. The research sample was PT. Telecommunications, Tbk. Object of study is the issuer's financial statements in the Indonesia Stock Exchange, PT Telkom Tbk. Observation period between 1993 to 2010. The unit of analysis is a PT. Telekomunikasai, Tbk.*

*The results showed growth in net assets during the period between 1993 to 2010 to increase the high trend. Leverage enterprise sampai period between 1993 to 2008 showed an average Debt to Equity Ratio (DER) is greater than 1 (one), which means that capital structure under normal conditions and good. Meanwhile, the period between 2008 to 2009 showed that companies tend not to exist in a state of long-term debt, as well as the composition of the capital structure so filled with their own capital solvency of the company is very strong. In 2010, indicating a resurgence in the number and proportion of debt that is so small that a dominant proportion of equity in the capital structure. The results of the application detection Pecking Order Theory for PT Telecom, Tbk occurred in 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2001, 2002, 2003, and 2008, 2009 and 2010. Meanwhile, in 2004, 2005, 2006 and 2007 there was no application of Pecking Order Theory.*

*The findings showed that application of Pecking Order Theory does not always follow the growth of net assets. The implication, for the effectiveness of information Pecking Order Theory in order to enhance shareholder value, needs to study in depth by connecting to the company's profitability.*

**Keywords:** *Pecking Order Theory, Leverage, DER, Capital Structure*

## PENDAHULUAN

Keputusan pendanaan sangat erat hubungannya dengan struktur modal (*capital structure*) yang bakal terbentuk, yang pada akhirnya akan mempengaruhi biaya modal (*cost of capital*) yang merupakan bagian terpenting dalam pembentukan nilai perusahaan (*value of firm*). *Pecking order theory* (POT) adalah satu dari berbagai macam teori yang digunakan dalam pertimbangan keputusan pendanaan dengan mendasarkan pada pilihan pendanaan dari internal daripada eksternal (Sekar Mayangsari, 2001). Penentuan struktur modal dengan POT didasarkan pada keputusan pendanaan yang bersumber pada laba, hutang, sampai pada saham (Ari Christianti, 2006).

Perilaku keuangan berdasarkan POT terlihat ketika pihak manajemen perusahaan memilih menggunakan metode pendanaan yang mempunyai biaya transaksi yang paling rendah. Kebutuhan pendanaan untuk investasi jangka panjang akan dimulai dengan sumber dana internal perusahaan berupa laba ditahan yang sudah siap pakai dan memiliki biaya transaksi yang paling rendah. Bila sumber ini tidak mencukupi, maka pilihan kedua adalah sumber dana eksternal yang akan dimulai

dengan dana pinjaman (*long term debt*). Apabila sumber dana pinjaman belum juga mencukupi, maka penerbitan saham baru (*new equity share*) merupakan alternatif terakhir.

Isu penelitian ini mengkaji tentang kondisi keuangan perusahaan ditinjau dari struktur modal serta *timing* POT diterapkan oleh manajemen perusahaan. Sumber dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu “membuka diri lagi” dari sorotan pemodal luar. Kalau bisa memperoleh sumber dana yang diperlukan tanpa memperoleh “sorotan dan publisitas publik” sebagai akibat penerbitan saham baru. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru (Saidi, 2004).

Myers (1984) serta Myers dan Majluf (1984) menyatakan dengan asumsi profitabilitas relatif konstan, POT memperkirakan *good investment* memiliki efek positif terhadap keputusan pendanaan. Hasil ini konsisten denganoleh Titman dan Wessel (1985), Baskin (1989), Theis dan Klock (1992) yang memperlihatkan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan kemampulabaan perusahaan. Temuan ini menjelaskan perusahaan yang memiliki kemampulabaan yang tinggi, lebih banyak menggunakan dana internal atau memiliki hutang yang rendah. Penelitian di BEI menunjukkan perusahaan di Indonesia cenderung menerapkan POT dalam sruktur modalnya. Pada umumnya manajer perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti pola perilaku keuangan hirarki pendanaan (Santoso, 2001).

Walaupun secara teoritis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal sulit diukur. Identifikasi penentuan struktur modal perusahaan kebanyakan tidak hanya dipengaruhi oleh satu tetapi oleh beberapa indikator akuntansi (Chen dan Jiang, 2001). Kesalahan pengukuran bisa terjadi dalam pengujian bila hanya mengambil salah satu indikator akuntansi setiap atribut teori struktur modal. Oppler dan Titman (2000 ) menyatakan bahwa keputusan pendanaan berubah sepanjang waktu. Artinya, keputusan pendanaan berubah seiring dengan perubahan kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian keputusan struktur modal di masa lalu sangat berperan penting dalam menentukan keputusan struktur modal saat ini.

Motivasi penelitian ini adalah, *pertama*, pengambilan keputusan pendanaan harus teliti berdasarkan sifat dan biaya dari sumber yang dipilih. Hal ini karena sumber pendanaan mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda-beda. *Kedua*, keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari internal maupun dari eksternal yang mempengaruhi nilai perusahaan. *Ketiga*, keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal yang terkait dengan komposisi utang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan.

Tujuan penelitian adalah memperoleh bukti empiris kondisi keuangan perusahaan dari kesehatan struktur modal dan perubahannya, kapan POT terjadi dan kapan tidak diterapkan.

Kontribusi penelitian adalah bagi kalangan bisnis bahwa kondisi keuangan pada sisi struktur modal perusahaan dapat terdeteksi sehat atau tidak, terdapat penerapan POT atau tidak. Sehingga *outcome* informasi yang diperoleh mampu membantu keputusan keuangan yang lebih berkualitas.

## **LANDASAN TEORI**

### **Struktur Modal**

Struktur modal merupakan perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri (Martono dan Agus, 2007). Sutrisno (2001) mendefinisikan struktur modal merupakan pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara modal asing dengan unsur-unsur modal sendiri. Struktur modal ini merupakan masalah penting bagi perusahaan karena baik atau buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang optimal (Suad Husnan, 1998). Struktur modal yang optimal seringkali menjadi patokan perusahaan dalam penggunaan dana dari sumber modal yang tersedia. Apabila perusahaan akan menambah modal yang diperlukan, biasanya perusahaan memperoleh modal tersebut dari susunan atau komponen modal yang telah ada dengan selalu menjaga besarnya biaya modal rata-rata agar tetap sama dengan biaya modal sebelum adanya tambahan modal. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang meminimalkan biaya penggunaan modal secara keseluruhan atau biaya modal rata-rata (Martono dan Agus, 2007:240)

Untuk mengukur struktur modal digunakan rasio struktur modal yang disebut Rasio Leverage. Rasio Leverage merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar hutang apabila pada suatu saat perusahaan dibubarkan atau dilikuidasi. Leverage merupakan rasio yang mengukur seberapa banyak perusahaan menggunakan dana dari hutang (Martono dan Agus (2007). Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (defisit) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar yaitu dari hutang (*debt financing*).

Dalam pemenuhan kebutuhan dana, perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal secara keseluruhan. Ada beberapa pendekatan dalam teori struktur modal, yaitu: a) Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income Approach*). Pendekatan ini dikemukakan oleh David Durand (1952). Pendekatan ini menggunakan asumsi bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang bersifat konstan berapapun tingkat hutang yang

digunakan oleh perusahaan. Artinya apabila perusahaan menggunakan hutang yang lebih besar, maka pemilik saham akan memperoleh bagian laba yang semakin kecil. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang akan berubah.

2) Pendekatan Tradisional (*Tradisional Approach*). Adalah pendekatan tradisional diasumsikan terjadi perubahan struktur modal yang optimal dan peningkatan nilai total perusahaan melalui penggunaan *financial leverage* (hutang dibagi modal sendiri). Dengan menggunakan pendekatan tradisional, bisa diperoleh struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang memberikan biaya modal keseluruhan yang terendah dan memberikan harga saham tertinggi. Hal ini disebabkan karena berubahnya tingkat kapitalisasi perusahaan, baik untuk modal sendiri atau pinjaman setelah perusahaan merubah struktur modalnya melewati batas tertentu. Perubahan tingkat kapitalisasi ini disebabkan karena adanya risiko yang berubah.

3) Pendekatan Modigliani dan Miller (*MM Approach*). MM berpendapat bahwa risiko total bagi seluruh pemegang saham tidak berubah walaupun struktur modal perusahaan mengalami perubahan. Hal ini didasarkan pada pendapat bahwa pembagian struktur modal antara hutang dan modal sendiri selalu terdapat perlindungan atas nilai investasi. Yaitu karena nilai investasi total perusahaan tergantung dari keuntungan dan risiko, sehingga nilai perusahaan tidak berubah walaupun struktur modalnya berubah.

### ***Pecking Order Theory***

Teori ini diperkenalkan pertama kali oleh Donalson (1961), sedangkan penanaman *Pecking Order Theory* dilakukan oleh Myers (1984). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan yang berwujud laba ditahan), apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan Obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarateristik opsi, baru akhirnya apabila belum mencukupi saham baru diterbitkan.

Dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu mencari pinjaman lagi dari pihak luar. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena dua alasan. *Pertama*, pertimbangan biaya emisi, biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru (Sud Husnan, 1998 ; 325). Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. *Kedua*, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajer dengan pihak pemodal.

### **Hasil Penelitian Terdahulu**

Tendelilin (2007) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa *firm size*, *profitability*, dan *growth opportunity* berpengaruh signifikan terhadap leverage perusahaan. *Tangible asset* dan

*business risk* tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan. Hasil riset Putra (2005) menyimpulkan bahwa pertumbuhan, struktur aktiva, dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap struktur modal. Pertumbuhan mempunyai hubungan positif terhadap struktur modal, sedangkan struktur aktiva dan ukuran perusahaan berhubungan positif terhadap struktur modal.

Nurrahman (2004) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa variabel profitabilitas, struktur aktiva, dan tingkat pertumbuhan mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil riset Sofiati (2001) menunjukkan bahwa profitabilitas mempengaruhi struktur modal secara positif signifikan dan juga menyatakan bahwa utang mempengaruhi ekuitas secara positif signifikan. Andi (2004) menyimpulkan bahwa semua variabelnya (mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama terhadap struktur modal. Dengan kata lain semua variabel independen yang digunakan mendukung sebagai faktor-faktor yang penentu kebijakan pilihan struktur modal. Dalam rangka menentukan kebijakan pendanaan perusahaan, pihak manajemen mempertimbangkan unsur risiko dari sumber dana yang akan digunakan, sehingga perusahaan akan mendanai investasinya dari sumber dengan risiko terendah. Jika belum mencukupi, dana akan ditambah dari sumber yang lebih berisiko. Pertimbangan terhadap risiko ini kemudian memunculkan suatu perilaku yang mengurutkan sumber pendanaan dari risiko yang rendah ke risiko yang tinggi. Proporsi penggunaan sumber dana internal dan eksternal dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang selanjutnya disebut dengan struktur modal menjadi sangat penting dalam manajemen keuangan perusahaan. Perilaku tersebut kemudian memunculkan teori *pecking order* (Wijaya, 2004).

Menurut POT /*POT hypothesis*, struktur pendanaan perusahaan mengikuti suatu hirarki dimulai dari sumber dana termurah, yaitu dana internal, hingga mengeluarkan saham sebagai pilihan sumber dana terakhir. Jika struktur modal perusahaan dapat mempengaruhi biaya modalnya, maka manajemen struktur modal merupakan hal penting dalam manajemen keuangan (Halomoan dan Djakman, 2000).

Perilaku yang tercermin dalam POT merupakan suatu gambaran mengenai pentingnya meminimalkan unsur risiko dalam menentukan kebijakan pendanaan perusahaan. Kecilnya risiko kebangkrutan sebagai akibat penggunaan utang yang tidak terlalu besar akan dipandang positif oleh investor yang akan berdampak positif juga bagi perusahaan, Dong *et al.* (2008) menyatakan: "Berkenaan dengan POT, ditemukan keterbatasan keuangan yang tinggi meningkatkan kemungkinan mengadakan emisi saham daripada berutang, namun hanya setelah mengontrol *firm size*. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan besar menggunakan lebih banyak pembiayaan dengan utang daripada perusahaan kecil. Pemilihan utang dan emisi saham sesuai dengan POT, bahwa perusahaan dengan keterbatasan keuangan yang rendah lebih memilih utang daripada mengadakan emisi saham."

Donaldson (1961), Myers dan Majluf (1984) dalam Dong *et al.* (2008), menyatakan pemilihan sumber dana yang berbeda menanggung biaya modal yang berbeda juga, dan perusahaan lebih memilih sumber dana dengan biaya modal termurah. Perusahaan hanya akan menerbitkan sekuritas termahal, yaitu saham, sebagai sumber dana jika sedang terdesak.

Hasil penelitian Gina Halomoan dan Chaerul D. Djakman (2000) menunjukkan bahwa kebutuhan dana perusahaan (defisit arus kas) berpengaruh positif terhadap perubahan utang jangka panjang. Hasil tersebut menunjukkan perilaku pendanaan perusahaan mengikuti atau mendukung *pecking order theory*. Muhamad Edi Wijaya (2004) menunjukkan bahwa kemampuan berpengaruh negatif terhadap *leverage*, sedangkan kesempatan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *leverage* berperilaku sesuai dengan *pecking order theory*. Hasil riset Ari Christianti (2006) menunjukkan bahwa *tangibility asset*, *growth*, dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Sedangkan *earning volatility* berpengaruh positif terhadap *leverage*. Dari penelitian yang dilakukan disimpulkan bahwa perilaku struktur modal pada perusahaan manufaktur BEJ mendukung *pecking order theory*.

Hasil penelitian Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) memperlihatkan bahwa kepemilikan institusional, suku bunga, dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Pertumbuhan pasar, dividen, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Sedangkan kepemilikan manajerial, keadaan pasar modal, dan pangsa pasar relatif tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Kemudian, kepemilikan institusional dan suku bunga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan pasar, profitabilitas, dividen, ukuran perusahaan, dan pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial dan keadaan pasar modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini juga menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Abu Jalal (2007) menyimpulkan bahwa perusahaan jarang menggunakan saham ketika membutuhkan dana jika dana internal tidak mencukupi. Perusahaan hampir selalu menggunakan utang saja. Ming Dong, Igor Loncarski, Jenke ter Horst, dan Chris Veld (2008) mendukung *pecking order theory* dalam hal pilihan menggunakan saham untuk pendanaan.

## **METODA PENELITIAN**

### **Objek Penelitian**

Objek penelitian ini adalah PT Telkom. Tbk selama periode 1993 -2010.

### **Data dan Teknik Pengumpulan Data**

#### **Jenis Data**

Data penelitian ini bersumber pada data laporan keuangan suatu perusahaan. Jenis data yang digunakan adalah jenis data sekunder, yaitu data yang sudah disediakan oleh perusahaan tersebut.

### Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini data dikumpulkan dengan dokumentasi yaitu untuk mendapatkan data sekunder (data yang sudah tersedia atau disediakan oleh perusahaan) akan digunakan untuk memperoleh analogi dalam perumusan teori, analisis data, dan memperkuat dugaan-dugaan dalam pembahasan masalah.

### Definisi Operasional Variabel

Variabel yang akan diteliti terdapat pada tabel 1.

**Tabel 1. Definisi, Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian**

No	Variabel	Konsep Variabel	Indikator	Pengukuran
1.	Struktur Finansial (Leverage)	Untuk mengukur seberapa besar Total Asset (TA) ditopang dengan dana berasal Total Utang (TD)	Leverage finansial (%)	Leverage = Total Debt / Total Asset
1.	Struktur Modal (Leverage)	Untuk mengukur seberapa besar Net Asset (NA) ditopang dengan dana berasal Utang jangka panjang (LTD)	Leverage finansial (%)	Leverage = LTD / NA
3.	Pertumbuhan Net Asset	Untuk mengukur Perkembangan Net Asset perusahaan	Net Growth Asset (X)	Net growth Asset = (NA ( t+1)- NA (t)) /NA(t)
4.	Pertumbuhan Utang Jangka panjang (dLTD)	Untuk mengukur seberapa besar tambahan utang jangka panjang dalam menopang pertumbuhan Neta Asset perusahaan	Growth of LTD (X)	Net debt Issued = {LTD (t)- LTD (t-1)}/ LTD (t-1)
5	Pertumbuhan Ekuitas saham (dTE)	Untuk mengukur seberapa besar tambahan modala saham dalam menopang pertumbuhan Neta Asset perusahaan	Growth of TE (X)	Net debt Issued = {TE (t)- TE (t-1)}/ TE (t-1)
6.	Pertumbuhan Laba ditahan (Retained Earning-dTE)	Untuk mengukur seberapa besar tambahan modala saham dalam menopang pertumbuhan Neta Asset perusahaan	Growth of RE (X)	Net debt Issued = {RE (t)- RE (t-1)}/ RE (t-1)
7	Produktivitas Modal Sendiri	Mengukur produktivitas modal sendiri	Return On Equity (ROE %)	ROE= Laba Bersih/ Modal sendiri
8	Financing Defisit	Mengukur kekurangan dana untuk pembiayaan Net Asset perusahaan	Pertumbuhan financing defisit	Fin Def=(dNA-dRE)

### Analisis Data

Data yang telah terkumpul dalam tahap pengumpulan data, perlu diolah terlebih dahulu. Tujuannya adalah menyederhanakan seluruh data yang terkumpul, dan menyajikannya dalam susunan yang rapi, untuk kemudian dianalisis. Untuk mengetahui kondisi struktur modal perusahaan dalam keadaan sehat atau tidak, sebagai indikator akan digunakan rasio leverage sbb:

$$DER = LTD / (TE + RE) \quad \text{atau} \quad DAR = LTD / NA$$

dimana :

DER= Debt to Equity Ratio dan DAR=Debt to Net Asset ratio

LTD=Long Term Debt; TE=Total Equity Share; NA=Net Asset; RE=Retained Earning

Jika Nilai DER  $\geq 1$  atau DAR  $\geq 50\%$ , maka kondisi struktur modal perusahaan sehat dan sebaliknya jika Jika Nilai DER  $\leq 1$  atau DAR  $\leq 50\%$ , maka kondisi struktur modal perusahaan

tidak sehat. Untuk menghitung besar kecilnya *financing deficit* mengikuti rumus (Fama and French, 2005) sebagai berikut :

$$FinDef = dNA - dRE = dLTD + dTE$$

Untuk menguji ada tidaknya penerapan POT dalam setiap perubahan di Struktur modal dilakukan dalam 2 tahap sbb:

**Cara mendeteksi pada Tahap 1**, menggunakan rumus financing deficit (FinDef) berikut :

$$FinDef = dNA - dRE$$

Jika hasil FinDef = positif, berarti perubahan laba ditahan belum cukup menutup *financing deficit*

Jika hasil FinDef = negative, berarti perubahan laba ditahan sudah mencukupi *financing deficit*, dengan perkataan lain terdapat surplus, dapat disimpulkan ada penerapan POT.

**Cara mendeteksi pada Tahap 2**, menggunakan rumus financing deficit (FinDef) sebagai berikut :

$$FinDef = dLTD + dTE$$

dimana :

FinDef = Financing Deficit; dNA= perubahan Net Asset; dRE= perubahan Retained Earning; dLTD= perubahan Long Term Debt; dTE= perubahan share equities

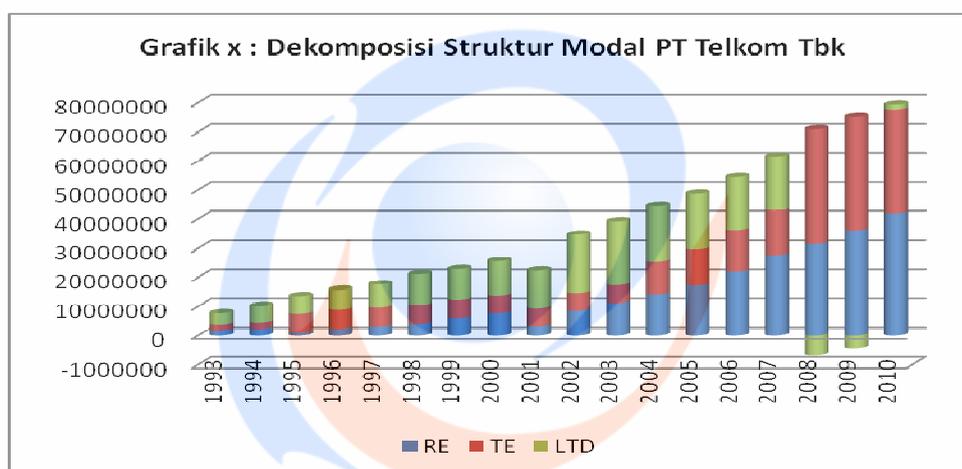
Jika ternyata, dLTD masih ada (positif), berarti perubahan utang jangka panjang masih digunakan menutup *financing deficit*, maknanya adalah terdapat penerapan POT

Jika ternyata, dLTD masih tidak ada atau bernilai negative berarti perubahan utang jangka panjang tidak lagi digunakan menutup *financing deficit*, maknanya adalah tidak terdapat penerapan POT

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Perkembangan nilai Struktur Modal (Capital Structure)

Struktur modal (*capital structure*) adalah sebuah komposisi dari berbagai jenis-jenis sumber pembiayaan perusahaan dalam jangka panjang (*long term financing*), di mana komposisi tersebut adalah merupakan sumber permodalan untuk pembiayaan net asset perusahaan. Hasil analisis yang bersumber dari laporan keuangan publikasi per tahun dari PT Telkom Tbk selama periode 1993-2010 telah tersaji dalam analisis grafis pada paparan berikut ini.

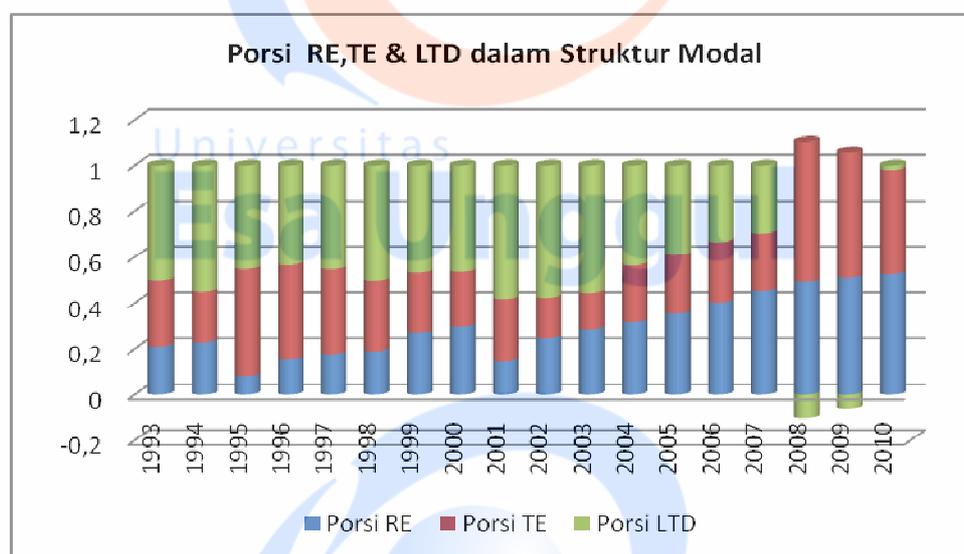


Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Selama 18 tahun terakhir, periode 1993-2010, struktur modal PT Telkom ditinjau dari jumlah nilai nominal dalam jutaan rupiah, menunjukkan tren kenaikan yang sangat signifikan. Terlihat total modal jangka panjang yang dihimpun yang terdiri dari *retained earning* (RE), total *equity share* (TE) dan *long term debt* (LTD) oleh PT Telkom Tbk meningkat cukup tajam, dengan kenaikan 10,413 kali dihitung mulai dari tahun 1993 ke 2010. Tren kenaikan selama periode 1993-2000 tampak lebih kecil jika dibandingkan dengan tren kenaikan periode 2001-2010.

Kenaikan nilai laba ditahan terakumulasi (RE) sebagai satu unsur penting dari struktur modal mengalami kenaikan yang tajam (tertinggi dibandingkan dengan TE dan LTD), terutama pada periode 2001-2010, naik sekitar 13,05 kali. Sedangkan, Jenis total ekuitas saham (TE) naik normal selama periode 1993-2000 naik sekitar 2,75 kali. Pada periode 1995-2003 naik stabil, kemudian naik tajam pada periode 2004-2007, dan akhirnya selama periode 2008 naik drastis kemudian normal hingga tahun 2010.

Jenis hutang jangka panjang (*long term debt*), mempunyai jumlah yang relatif besar, tetapi kurang lebih sama dengan jumlah modal sendiri (RE plus TE) selama periode 1993-2000, kemudian naik lagi pada periode 2001 hingga 2007 dalam jumlah yang lebih besar dari periode sebelumnya tetapi relatif berjumlah relatif sama normal. Selama tahun 2008-2009 neto hutang jangka panjang (net LTD) nyaris tidak ada, bahkan secara perhitungan angka net LTD bernilai negatif yang berarti pihak perusahaan telah mempunyai *net long investment* berupa klaim tagihan, dan pada tahun 2010 net LTD muncul bernilai positif dalam jumlah yang relatif sangat kecil.



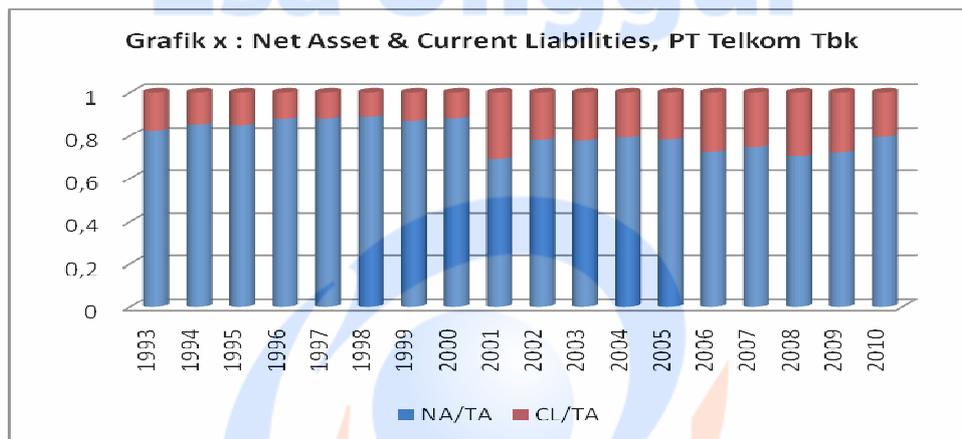
Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Jika diamati secara seksama, di mana komposisi struktur modal digolongkan hanya kedalam 2 bagian yaitu neto utang jangka panjang (net LTD) dan neto modal sendiri (TE+RE), terlihat jelas bahwa PT Telkom Tbk semakin sehat dalam arti solvabel, hal ini dapat terlihat dari jumlah net LTD yang berjumlah relatif lebih kecil jika diperbandingkan dengan jumlah RE+TE. Hal yang sangat mengejutkan terjadi pada periode 3 tahun terakhir 2008-2010, pada tahun-tahun tersebut sangat

jelas terlihat bahwa struktur modal perusahaan terkomposisi hampir mendekati 100% terdiri dari modal sendiri saja sementara net LTD sangat kecil, (perhatikan grafik x di atas).

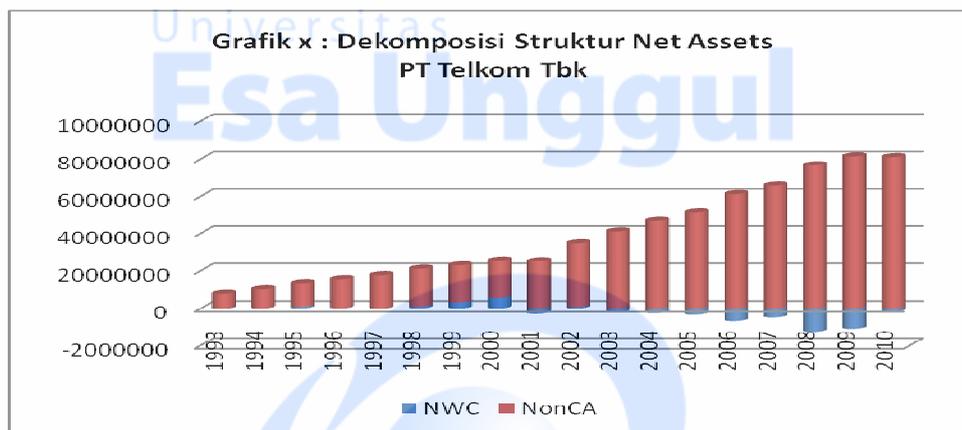
### Perkembangan nilai Net Asset (NA)

Net Asset adalah aktiva bersih perusahaan yang terkomposisi oleh modal kerja bersih (*Net Working Capital*) dengan aktiva jangka panjang (*non Current Asset*). Besar kecilnya nilai net asset tergantung pada jumlah dana yang mampu dikerahkan oleh pihak perusahaan yang tercermin pada besarnya nilai masing-masing jenis item yang ada di struktur modal. Secara matematis perhitungan net asset dapat juga diperoleh dengan cara mengurangkan nilai *Current Liabilities* (CL) dari nilai Total Asset (TA).



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

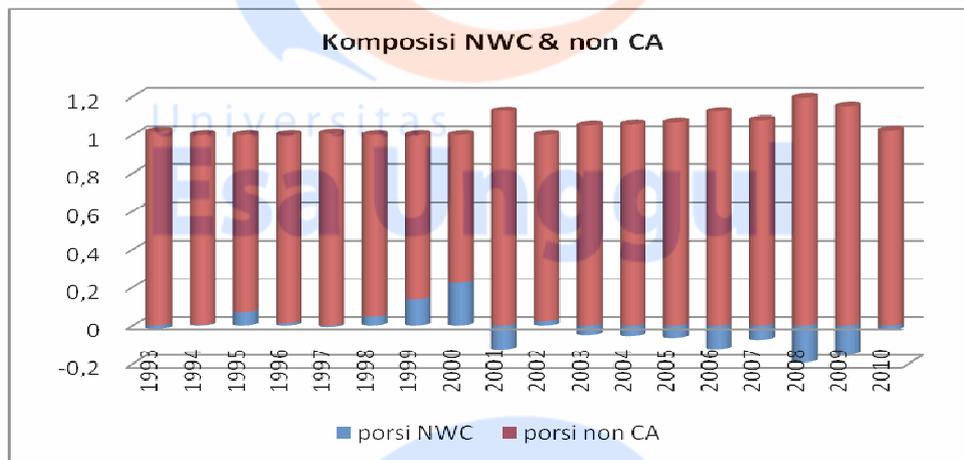
Dapat dikatakan bahwa nilai net asset adalah besarnya nilai asset perusahaan yang dibiayai bukan bersumber dari utang jangka pendek (CL). Hasil analisis dari net asset PT Telkom Tbk, yang didekomposisikan menjadi NWC dan non CA terlihat pada grafik berikut :



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Jika ditinjau secara global, dekomposisi struktur net asset (NA) yang terdiri dari NWC dan non CA yang dinyatakan dengan jumlah nominal (jutaan rupiah) terlihat naik secara signifikan sesuai dengan kenaikan struktur modal. Porsi akiva jangka panjang (non CA) dalam net asset menunjukkan hampir mendekati 100%; sementara komposisi NWC relatif kecil, bahkan bernilai negatif pada tahun 1993,1997, 2001 dan periode 2003 hingga 2010. Nilai NWC negatif ini

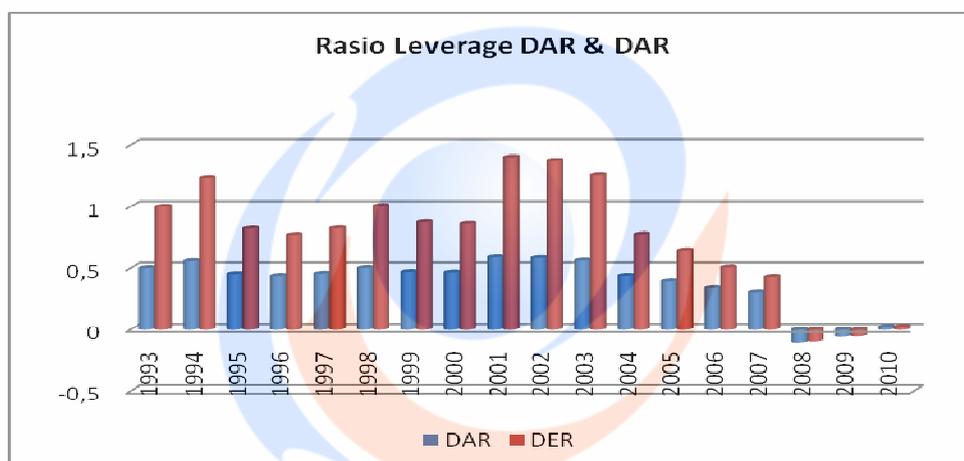
menunjukkan bahwa ada sebagian kecil dari dana CL yang tertanam dalam non CA. Disamping itu nilai NWC negatif juga menunjukkan bahwa pihak perusahaan dalam keadaan tidak sehat pada pengelolaan likuiditas-nya, karena asset lancar (CA) lebih kecil dari utang lancar (CL). Jika ini terus terjadi dan meningkat waktunya akan dapat berisiko dalam operasi rutin jangka pendek, kecuali jika terdapat cash rasio yang cukup untuk menopang likuiditas tagihan jangka pendek.



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

### Perkembangan Rasio Leverage

Analisis rasio leverage dapat menggambarkan kondisi kesehatan keuangan perusahaan dalam jangka panjang dengan asumsi jika sewaktu-waktu perusahaan dilikuidasi. Rasio leverage merupakan perbandingan antara LTD dengan NA yang disimbolkan oleh DAR (*debt to net asset ratio*). Kemudian jika LTD diperbandingkan dengan modal sendiri (TE+RE) disimbolkan oleh DER (*debt to equity ratio*). Keduanya, DAR maupun DER dapat menjadi tolok ukur dan indikator apakah keuangan perusahaan sehat atau tidak dalam jangka panjang. Jika nilai DER di bawah satu maka nilai DAR dibawah 50%, berarti seluruh modal sendiri (RE+TE) yang ada dalam perusahaan mampu untuk menutup seluruh utang jangka panjangnya (LTD). Sebaliknya jika DER diatas satu maka nilai DAR di atas 50%, berarti seluruh modal sendiri yang ada dalam perusahaan tidak mampu untuk menutup seluruh utang jangka panjangnya (LTD).



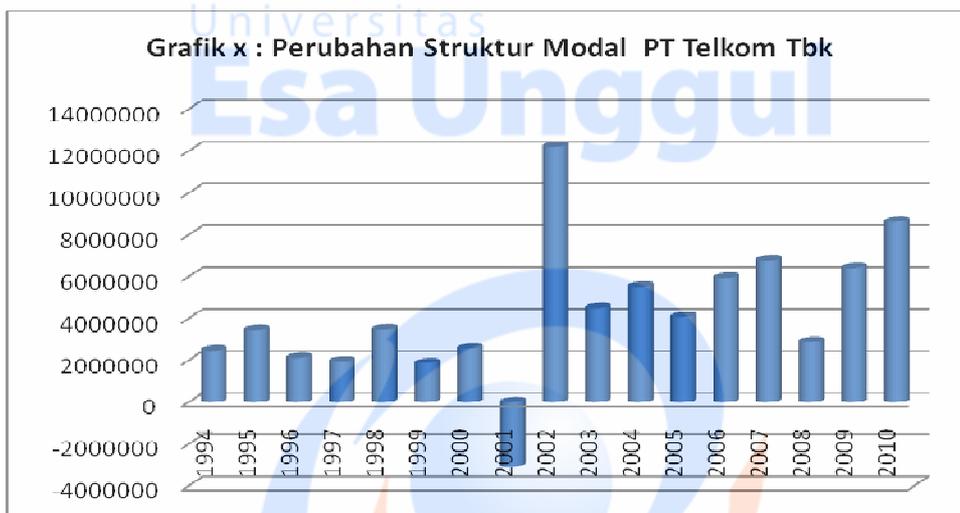
Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Dari grafik perkembangan nilai DAR dan DER di atas, terlihat bahwa secara umum kondisi leverage perusahaan dalam kondisi keuangan yang bagus dalam arti solvalbel, karena nilai DAR masih dibawah 50% , dan nilai rata-rata DER dibawah satu. Bahkan pada periode 2008-2010 perusahaan nyaris tidak seperti tidak punya utang yang berarti seluruh net asset hampir 100% ditopang oleh modal sendiri (TE+RE).

**Perubahan nilai struktur modal per tahun.**

Untuk dapat lebih menelaah secara lebih detail tentang perkembangan struktur modal, maka perlu diperlukan analisis terhadap perubahan yang terjadi pada nilai struktur modal beserta seluruh komponen yang terkait. Untuk itu, hasil analisis perubahan struktur modal per tahun pada PT Telkom Tbk diterangkan dengan 2 cara. Cara pertama, adalah menganalisis perubahan yang didenominasikan dalam jutaan rupiah dan cara kedua, analisis perubahan dipaparkan dengan melihat proporsi dari dRE, dLTD dan dTE per tahun, selanjutnya hasil analisis akan terpapar pada grafik berikut ini.

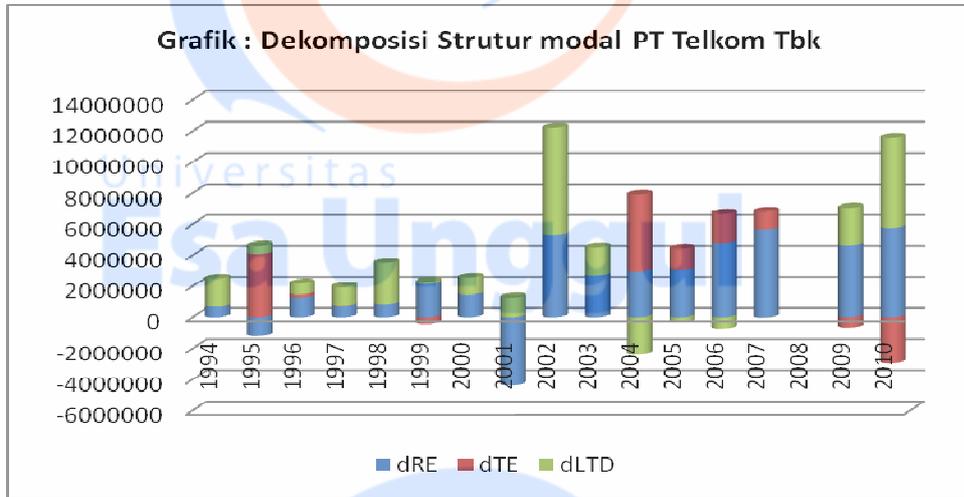
Hasil analisis perubahan jumlah nilai struktur modal per tahun yang didenominasikan dalam jutaan rupiah terlihat pada grafik di atas. Terlihat nilai struktur modal PT Telkom Tbk selama kurun waktu 17 tahun, rata-rata mengalami perubahan positif naik per tahun. Kenaikan berfluktuasi dengan arah tren naik, nilai rata-rata kenaikan positif sebesar Rp 4215924 juta. ini semua menggambarkan bahwa terdapat kenaikan nilai struktur modal yang bersumber dari dana jangka panjang. Perkecualian terjadi pada tahun 2001, ada perubahan negatif sebesar Rp 4483684 juta, yang berarti ada penurunan nilai pada struktur modal dari tahun 2000 ke tahun 2001 sebesar nilai tersebut. Kenaikan terbesar terjadi pada tahun 2002 sebesar Rp 12203958 juta .



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Jika dilihat dari dekomposisi perubahan nilai struktur modal secara terperinci maka akan terlihat perubahan dari nilai nominal dRE, dTE dan d LTD, (lihat pada analisis grafik berikut). Dua grafik dibawah ini disajikan untuk memperjelas dari grafik yang telah tertayang di atas. Grafik

xa, adalah dekomposisi nilai struktur modal tanpa data tahun 2008, sedangkan grafik xb dibawah menyajikan dekomposisi struktur modal lengkap (dengan data tahun 2008). Alasan yang mendasari mengapa disajikan dalam 2 grafik (xa dan xb) adalah karena data yang terdapat pada tahun 2008 bersifat ekstrim.

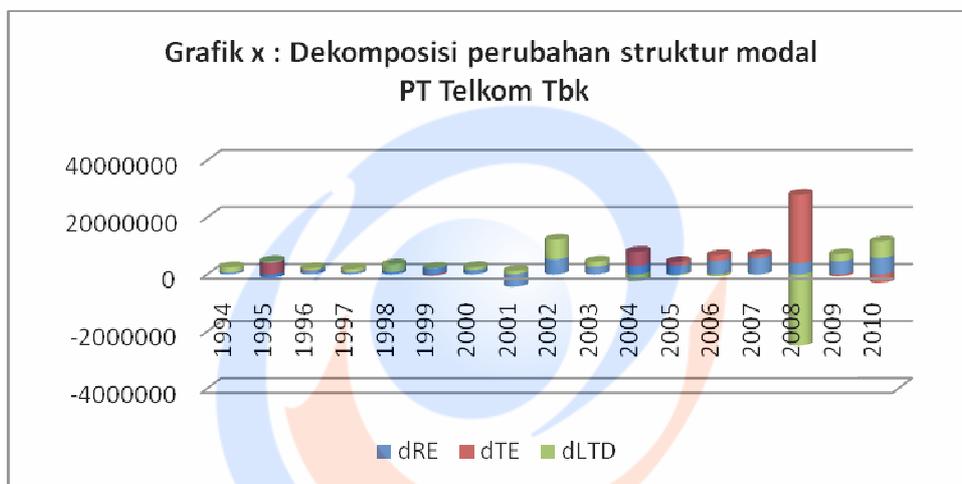


Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Dari grafik di atas, terlihat bahwa tidak semua unsur perubahan dari struktur modal naik secara positif. Pertumbuhan laba ditahan (dRE), pada tahun 1995 dan 2001, bernilai negatif. Pertumbuhan utang (dLTD) tahun 2004, negatif, tetapi diikuti pertumbuhan positif dari 2 elemen lainnya, sehingga terdapat pertumbuhan neto positif kecuali pada tahun 2001 yang bertumbuh negatif.

Pada tahun 2001, pertumbuhan NA(dNA) negatif, berarti terjadi penjualan Net asset sebesar Rp 3095636 juta, dan utang bertambah (dLTD) sebesar Rp 1268432 juta untuk membayar dividen sebesar Rp 4364068 juta, tidak ada perubahan ekuitas saham (dTE=0)

Pertumbuhan TE (dTE) tahun 2009 dan 2010 negatif, naik. Pertumbuhan negatif terbesar terjadi pada tahun 2008 pada dLTD, tetapi diikuti oleh pertumbuhan dTE yang lebih besar sehingga secara total pada tahun 2008 struktur modal tumbuh positif, lihat grafik xb dibawah ini.

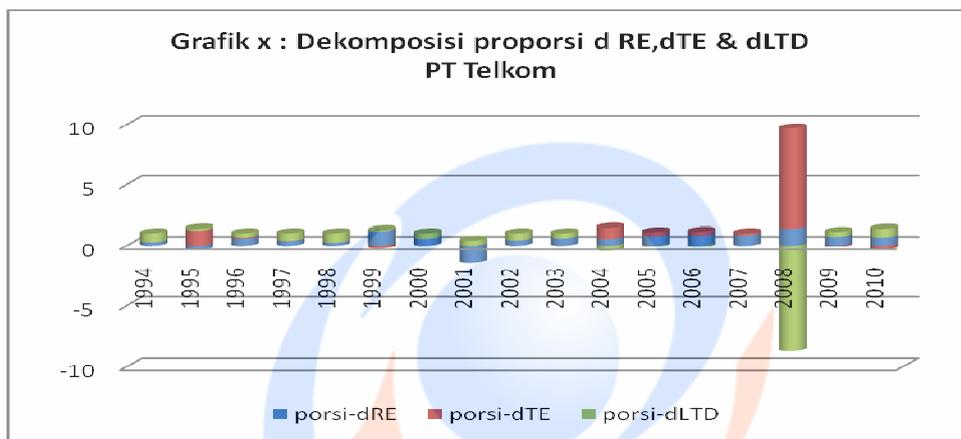


Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Secara umum pertumbuhan elemen dari struktur lebih banyak yang bernilai positif dari pada yang bernilai negatif. Jika diakumulasi per tahun, perubahan elemen dari struktur modal hampir bernilai positif kecuali pada tahun 2001, yang bertumbuh negatif.

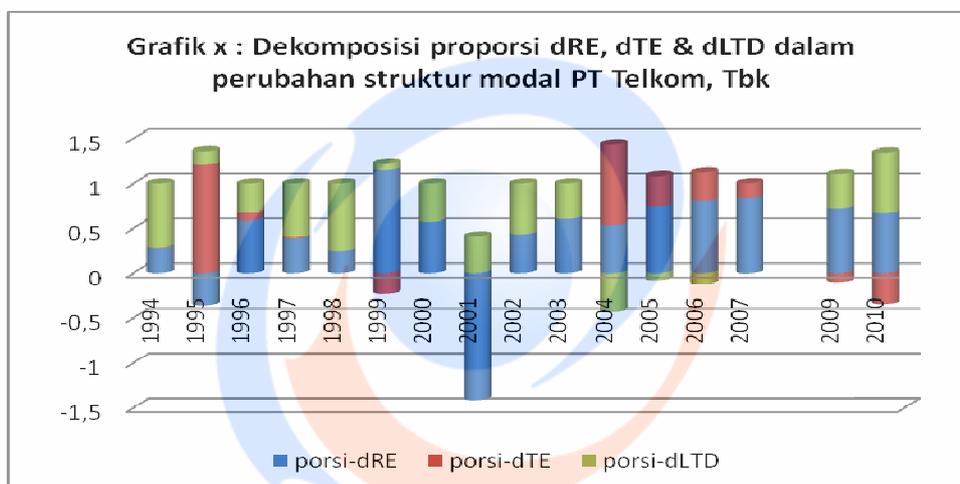
**Analisis perubahan struktur modal (porsi)**

Analisis perubahan dekomposisi struktur modal yang dinyatakan dalam porsi bertujuan untuk mengetahui tentang jumlah perubahan sebenarnya yang terjadi per tahun dari perubahan struktur modal per tahun (100%), sebenarnya berapa porsi dRE (dRE/dNA), porsi dTE (dTE/NA) dan porsi dLTD (dLTD/dNA). Analisis ini memberikan info yang cukup detail karena masing-masing elemen terpantau atau terdeteksi dengan jelas secara kuantitatif. Grafik dibawah ini akan dapat menjawab berapa porsi elemen-elemen struktur modal (dRE/dNA, dLTD/dNA dan dTE/dNA) per tahun).



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Terlihat jelas pada grafik di atas terdapat data ekstrim pada tahun 2008. Perubahan yang terjadi sangat mencolok pada dLTD dan dTE masing-masing sebesar 25,22 kali dan 24,22 kali dari perubahan struktur modal (dNA). Untuk memperjelas grafik xa, di atas, supaya data lebih gampang terlihat dan lebih akurat, maka disajikan grafik xb, maksudnya adalah agar data diluar tahun 2008 lebih mudah untuk di analisis, sehingga dapat memberi info tentang seberapa besar porsi dari masing-masing komponen struktur modal tersebut.



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

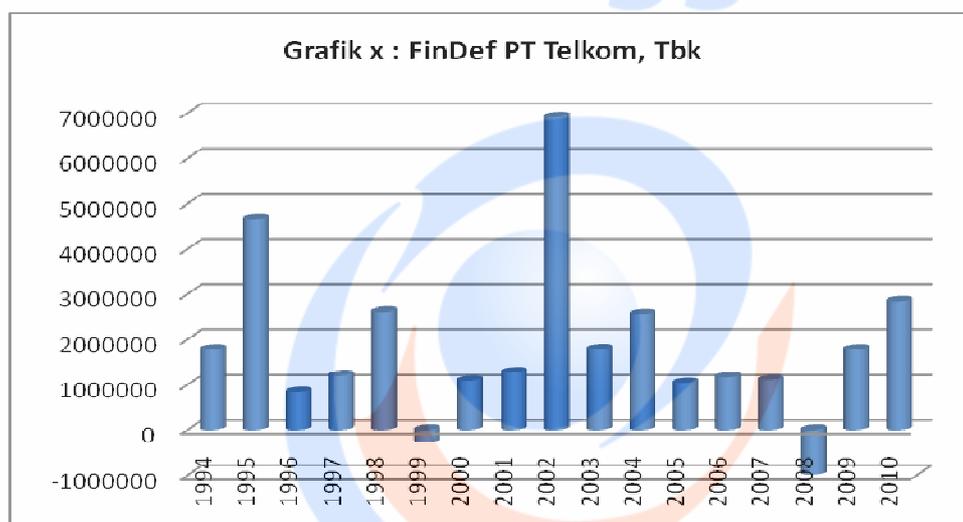
Grafik x di atas, memberi informasi bahwa dari perubahan struktur modal per tahun (100%), sebenarnya jika diranking, maka ditemukan siapa dan berapa porsi si-penopang dana dari pertumbuhan struktur modal per tahun tersebut. Jika dijumlahkan, dari porsi dRE, dLTD dan dTE berjumlah 100% atau 1, yang nilai rupiahnya adalah sebesar perubahan jumlah pertahun, secara matematis dituliskan sebagai berikut  $(dRE/dNA) + (dTE/dNA) + (dLTD/dNA) = (dNA/dNA)$ .

Ada pertumbuhan negatif terjadi pada tahun 1995 oleh porsi dRE; 1999 oleh porsi dRE; 2001 oleh dLTD; 2004, 2005 dan 2006 oleh dLTD; 2009 dan 2010 oleh dTE, tetapi berbarengan dengan itu semua kedua komponen struktur modal lainnya tumbuh positif dalam porsi yang lebih besar, sehingga jika dijumlah akan menjadi 1. Perkecualian terjadi pada tahun 2001, ada penurunan dRE sebesar 1,4 kali tetapi hanya diimbangi oleh kenaikan dLTD sebesar 0,4 kali, sementara dTE=0, sehingga secara keseluruhan pertumbuhan struktur modal bernilai negatif.

### **Financing deficit**

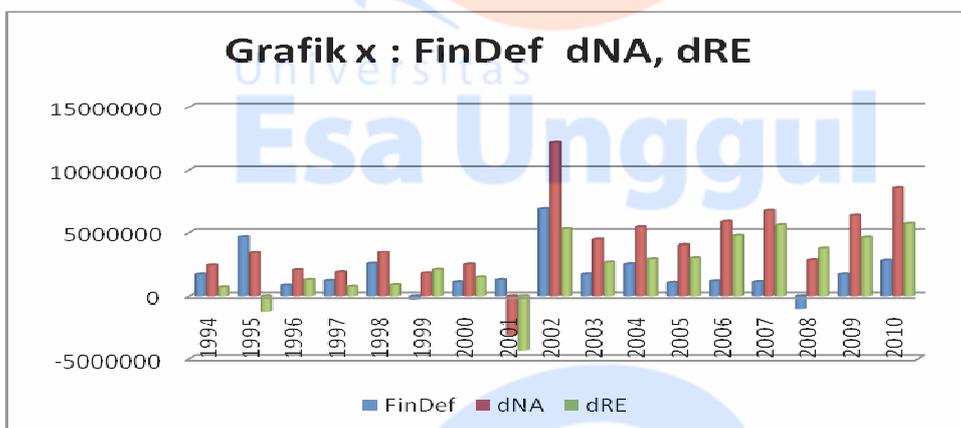
Kekurangan dana (*financing deficit*) dalam perusahaan dapat terjadi jika kebutuhan dana untuk pertumbuhan net asset melebihi dari dana penopang yang berasal dari laba ditahan (RE). Jumlah deficit financing ini akan menghasilkan angka yang sama jika diperhitungkan dengan cara mengurangi jumlah dana kas dari hasil operasi yang diperoleh dengan jumlah dana yang diperlukan untuk membayar dividen, tambahan investasi dan tambahan modal kerja (dNWC) perusahaan. Kekurangan dana tersebut biasanya oleh pihak manajemen akan ditutup dengan menggunakan sumber dana eksternal yang berasal dari utang (dLTD) atau ekuitas saham (dTE).

Perhitungan secara matematis untuk mengetahui besarnya financing deficit adalah dengan cara mencari selisih antara perubahan net asset (dNA) dengan perubahan laba ditahan (dRE), atau dengan cara menambahkan dLTD (*new debt issued*) dengan tambahan dTE (*new equity share*). Dibawah ini, secara analisis grafis telah tersaji hasil perhitungan besar kecilnya *financing deficit* selama periode 1994-2010.



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

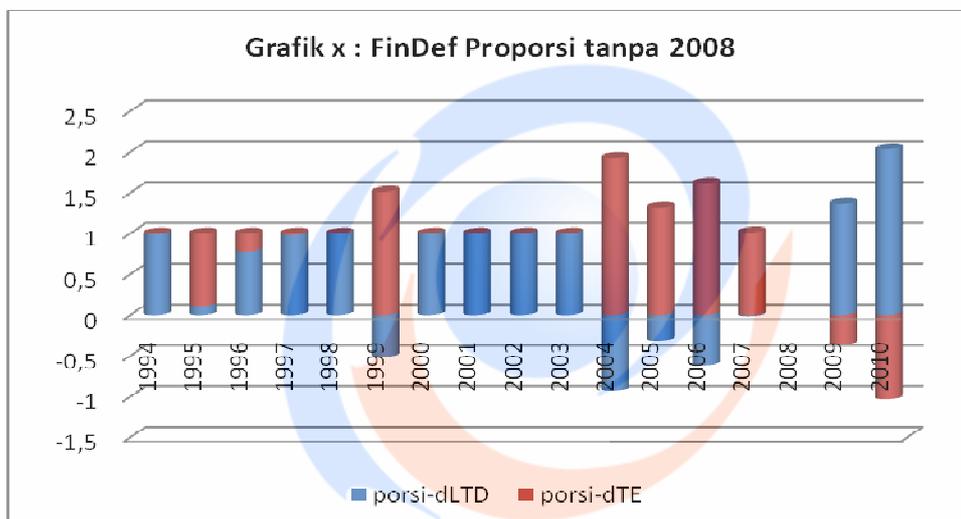
Dari grafik di atas jelas terlihat bahwa PT Telkom Tbk secara umum mengalami defisit financing dalam rangka menumbuhkan net asset-nya. Selama periode 1994-2010 telah terjadi deficit financing (kecuali pada tahun 1999 dan 2008). Terjadinya surplus pada tahun 1999 dan 2008, karena pada tahun yang bersangkutan besarnya tambahan net asset lebih kecil dari dana yang terkumpul yang berasal dari RE. Untuk memperjelas financing deficit dibawah ini disajikan grafik yang menunjukkan besarnya Financing deficit dengan NA dan RE sebagai variabel.



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

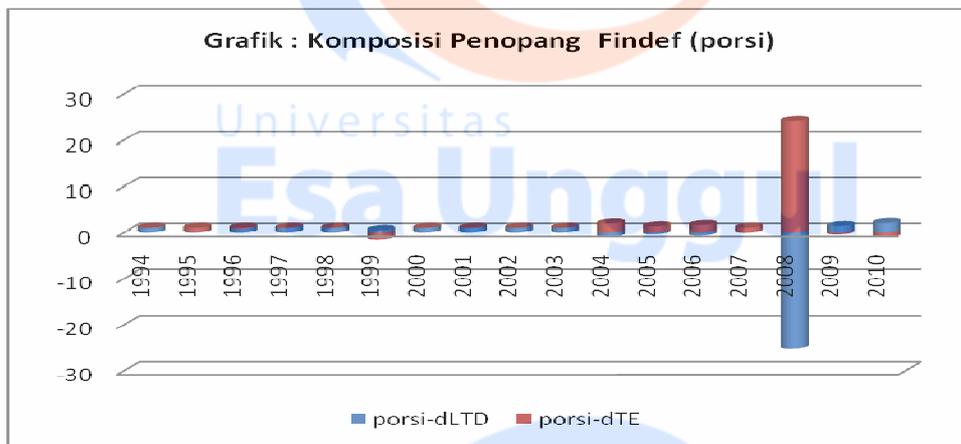
Grafik di atas menceritakan bahwa besar kecilnya financing deficit dalam juta rupiah adalah merupakan selisih antara dNA dengan dRE, sehingga dapat menjelaskan mengapa deficit dan surplus terjadi per tahun.

Kemudian untuk dapat mengetahui besar kecilnya dana penopang dari financing deficit yang diperlukan perusahaan, maka perlu data dLTD dan dTE sehingga dapat terdeteksi seberapa besar financing deficit ditopang oleh keduanya. Grafik di bawah ini dapat menerangkan siapakah dan berapakah si-penopang financing deficit tersebut, apakah dana financing deficit yang sebenarnya tersedia berasal dari tambahan utang (dLTD) dan berapa dari tambahan ekuitas saham (d TE) per tahun. Penjelasan grafis dilakukan melalui 2 grafik yaitu grafik xa dan grafik xb, mengingat angka pada tahun 2008 adalah data ekstrim.



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Grafik diatas menceritakan dari mana dan seberapa besar dana financing deficit ditopang. Dua penopang itu adalah besarnya porsi utang (dLTD/dFin) dan porsi ekuitas saham (dTE/dFin). Selama periode 1994-2010 (kecuali tahun 2008) financing deficit lebih banyak ditopang dengan menambah utang baru (dLTD) kecuali pada tahun 1995, 1999, 2004,2005,2006 dan 2007 lebih banyak ditopang oleh dTE (lihat selisih neto antara porsi dLTD dan dTE)



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Pada tahun 1999 financing deficit bernilai negatif yang berarti terjadi surplus sebesar Rp 277660 juta dan penurunan ekuitas saham (dTE) sebesar 4199699 juta rupiah ( 1.5 kali dari surplus) yang ditopang dengan tambahan utang dLTD sebesar 142039 juta rupiah (0.5 kali dari surplus).

Pada tahun 2008 terjadi surplus financing, karena dNA lebih kecil dari dRE, tetapi jika ditinjau dari dana penopangnya, surplus terjadi karena pada tahun yang bersangkutan dLTD = -24987808 atau 25,22 kali dari surplus tersebut, yang berarti terjadi pelunasan utang sebesar Rp 24987808 juta, yang diperoleh tambahan ekuitas saham ( dTE) sebesar Rp 23997059 juta atau 24,22 dari surplus , dan surplus financing sebesar Rp 990749 juta. Jadi surplus plus tambahan ekuitas saham pada tahun 2008 digunakan untuk membayar utang.

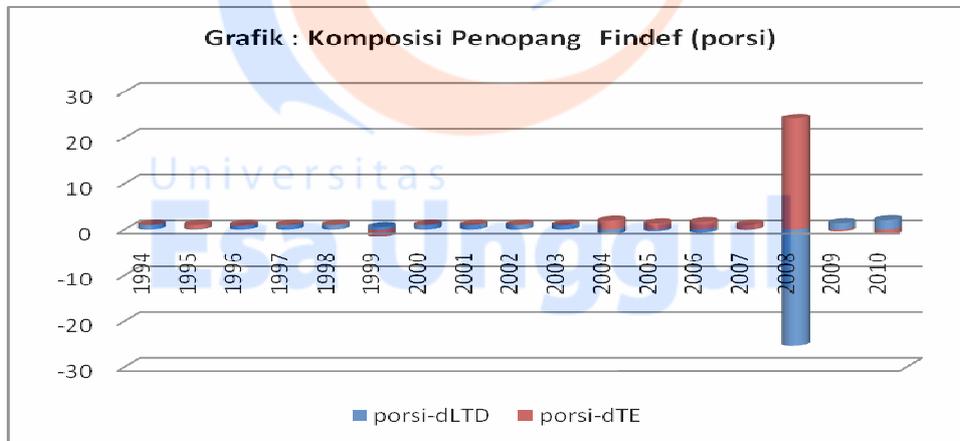
### Uji Penerapan POT

*Pecking Order Theory* (POT) menyatakan bahwa penentuan struktur modal yang optimal didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki berdasarkan biaya modal yang paling murah yang bersumber pada sumber dana internal (RE) sampai pada sumber dana eksternal (hutang dan saham). Dengan demikian, penentuan struktur modal berdasarkan POT dimulai ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup untuk mendanai investasi riil dan deviden, maka perusahaan akan menerbitkan hutang, dan saham akan diterbitkan jika *financial distress* perusahaan tinggi.

Untuk mendeteksi ada tidaknya dalam penelitian digunakan model deteksi 2 tahap. Pertama dengan cara melihat nilai financing deficit. Jika ternyata nilai deficit financing negatif, berarti terjadi financing surplus, ini berarti pertumbuhan net asset (dNA) dibiayai sepenuhnya oleh laba ditahan (dRE). Ini jelas penerapan POT sudah terjadi di perusahaan. Deteksi kedua, yang merupakan lanjutan deteksi pertama, jika perusahaan mengalami financing deficit. Indikator POT

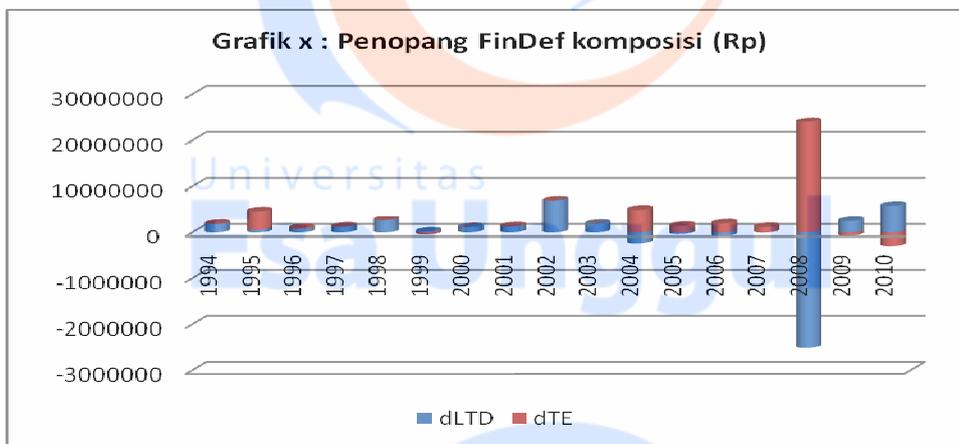
telah diterapkan adalah jika selama masih ada penopang dari utang (dLTD) dalam rangka menutup defisit, berarti POT telah diterapkan oleh perusahaan.

Dari grafik dibawah ini jelas terlihat bahwa pada tahun 1999 dan 2008 telah terjadi surplus, sehingga kedua tahun tersebut PT Telkom, terbukti menerapkan POT.



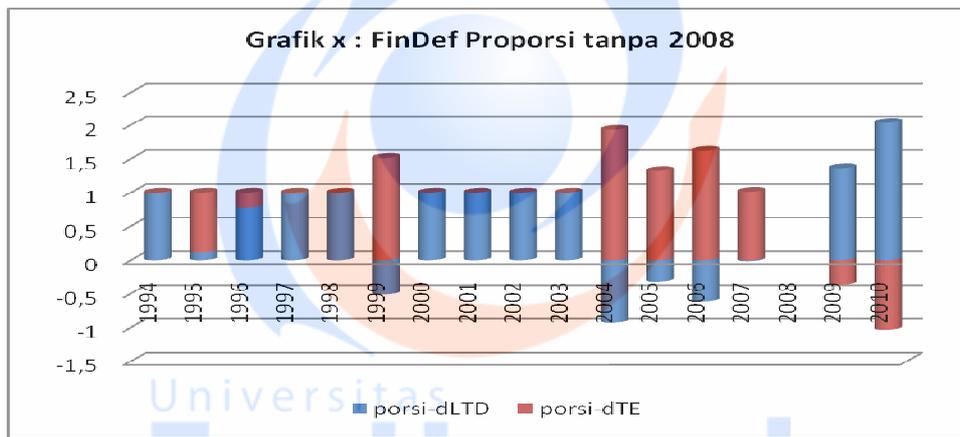
Sumber : Laporan keuangan publikasi, diolah

Hasil uji POT dengan cara pertama, terlihat dari grafik diatas, dimana POT sudah diterapkan sejak dini pada tahun 1999, dengan bukti terjadi surplus sebesar Rp277660 juta , karena dana yang diperlukan untuk penambahan Net asset ( dNA) hanya sebesar Rp 1858564 juta sementara dana yang tersedia dari laba ditahan dRE=Rp 2136224 juta. Suplus financing pada tahun 2008 sebesar Rp 990749 juta , karena dNA =Rp 2873968 juta sementara dRE=Rp 3864717 juta



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Adanya data ekstrim pada tahun 2008, pada grafik diatas menjadi sulit untuk menganalisis tahun lainnya. Oleh karena itu dibawah ini disajikan grafik untuk analisis tahunan yang bukan 2008. Mengingat penopang financing defisit adalah terdiri dari porsi dLTD dan porsi dTE, untuk mengetahui ada tidaknya penerapan POT, kita cukup melihat neto selisih antara dLTD dengan dTE. Jika terdapat neto dLTD positif maka ada penerapan POT, dan sebaliknya jika yang positif adalah neto dTE, maka tidak ada penerapan POT.



Sumber : Laporan Keuangan Publikasi, diolah.

Berdasarkan grafik x diatas dapat terlihat jelas bahwa penerapan POT telah terjadi pada struktur modal PT Telkom Tbk pada tahun 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2001, 2002, 2003 dan 2008 (terdapat bukti surplus financing), 2009 dan 2010, sedangkan pada tahun-tahun lainnya (2004, 2005, 2006, 2007) POT tidak diterapkan pada struktur modal PT Telkom Tbk.

## PENUTUP

### Kesimpulan

Selama periode 1993-2010, hasil analisis terhadap laporan keuangan publikasi dengan fokus pada struktur modal mendeteksi ada tidaknya penerapan POT, dapat disimpulkan bahwa rata-rata porsi struktur modal dan atau Net Aset dari Total assets sebesar 0,80 sisanya 0,20 adalah porsi Current Liabilities; Rata-rata pertumbuhan struktur modal dan atau Net asset per tahun sebesar 0,155 ; Posisi struktur modal menunjukan kondisi keuangan yang sangat solvabel tetapi struktur asset mayoritas berisi non Current Asset sementara kondisi keuangan jangka pendek tidak likuid; Komposisi struktur modal secara umum lebih di dominasi oleh modal sendiri (RE+TE) dari pada utang (LTD); Komposisi perubahan struktur modal secara umum lebih di dominasi oleh modal sendiri (dRE+dTE) dari pada utang (dLTD) ; Penerapan POT telah terjadi pada struktur modal PT Telkom Tbk pada tahun 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2001, 2002, 2003 dan 2008 (terdapat bukti *surplus financing*), 2009 dan 2010, sedangkan pada tahun-tahun lainnya (2004, 2005, 2006, 2007) POT tidak diterapkan pada struktur modal PT Telkom Tbk.

### Saran dan Rekomendasi

Saran dan rekomendasin terhadap perusahaan adalah sebagai berikut, *pertama*, diperlukan peninjauan ulang terhadap kebijakan pengelolaan likuiditas menuju kondisi keuangan jangka pendek yang lebih aman dengan tetap mempertahankan kondisi solvabilitas perusahaan supaya tetap terjaga kondisi keuangan jangka panjang. *Kedua*, Dalam rangka peningkatan net asset untuk perluasan kapasitas operasi produksi pemenuhan dana penambahan utang (dLTD) atau menerapkan POT masih relevan, mengingat sampai dengan tahun terakhir struktur mudal masih mayoritas dipenuhi oleh hampir 100% modal sendiri (RE+TE)

## DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F dan Joel F. Houston. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Edisi ke 10, Jakarta : Salemba Empat, 2006.
- Brigham, E.F, L.C. Gapenski, P.R. Daves, 1999, "*Intermediate Financial Management*", Sixth Edition, The Dryden Press, Florida.
- Christianti, A., 2006, "Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta : Hipotesis *Static Trade Off* atau *Pecking Order Theory*", *SNA 9 Padang* 2006.
- Dong, M., I. Lancorski, J.T. Horst dan C. Veld, 2008, "*Determinants of Public Financing Choice*", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Fitriani, In. (2007). Dampak Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus pada Perusahaan di Sektor Keuangan di Bursa Efek Jakarta). Skripsi Sarjana (Tidak Diplublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Ghozali, I., 2005, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Umum, Semarang.
- Gujarati, D., 1995, *Ekonometrika Dasar*, Erlangga, Jakarta.
- Halomoan, G. dan C.D. Djakman, 2000, "Pengujian *Pecking Order Hypothesis* pada Emiten di Bursa Efek Jakarta Tahun 1994 dan 1995", *SNA 3* 2000.
- Hanafi, M. M. dan A. Halim, 2005, *Analisis Laporan Keuangan*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Hapsari, R., 2007, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Leverage* Keuangan Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta", Skripsi pada Universitas Jenderal Soedirman, Purwokerto.
- Husnan, Suad. Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. Edisi ketiga, UPP AMP YKPN Yogyakarta, 1998.
- Indriantoro, N. dan B. Supomo, 2002, *Metodologi Penelitian Bisnis*, BPFE, Yogyakarta.
- Jalal, A., 2007, "*The Pecking Order, Information Asymmetry, and Financial Market Efficiency*" [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Martono dan D. Agus Harjito., Manajemen Keuangan, Edisi Pertama, Cetakan Keenam, Penerbit EKONISIA, Yogyakarta, 2007.
- Montgomery, D. C., 1997, *Design and Analysis of Experiments*, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Toronto.
- Nurrahman, Muhammad Hafidz. (2004). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Tingkat Pertumbuhan terhadap Struktur Modal. Skripsi Sarjana (Tidak Diplublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UNY.
- Oky, A. (2004). Analisis terhadap Faktor-Faktor yang mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Skripsi Sarjana (Tidak diplublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Putra, Dicky Mahisa. (2005). Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Skripsi Sarjana (Tidak Diplublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Riyanto, Bambang. (1997). Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi keempat, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Sari, S. A, 2006, "Analisis Hubungan Struktur Modal Berdasarkan *Static Trade Off Theory* dan *Pecking Order Theory* pada Perusahaan Publik di BEJ Periode Tahun 2002-2004", *Business & Management Journal Bunda Mulia*" Vol. 2 No. 1.
- Sofiati. (2001). Pengaruh Timbal Balik antara Hutang dan Ekuitas terhadap Struktur Modal Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta, *KOMPAK*, No.1, Januari 2001. Hal : 40-56. 59
- Suliyanto, 2005, *Analisis Data dalam Aplikasi Pemasaran*, Ghalia Indonesia, Jakarta.
- Sujoko dan U. Soebiantoro, 2007, "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan", *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*,

Vol. 9 No. 1.14. Wijaya, M. E, 2004, "Pengujian Empiris *Pecking Order Theory* terhadap *Leverage*", *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, Vol. 2 No. 2.

Sutrisno. (2001). *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonesia, Fakultas Ekonomi UII.

Tri Harjanti, Theresia dan Eduardus Tandelilin. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth Opportunity, Profitability, dan Business Risk pada Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia: studi kasus di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 7, No.1, Maret 2007.

Van Horne, James C dan John M. Wachowicz. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*, Edisi 12, Buku 2, Jakarta: Salemba Empat, 2007

Universitas  
**Esa Unggul**

Universitas  
**Esa Unggul**

Universitas  
**Esa Unggul**