

STUDI KETERKAITAN ANTARA *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, *FINANCIAL LEVERAGE* DAN INVESTASI DALAM PENGUJIAN HIPOTESIS *PECKING ORDER THEORY* PADA PERUSAHAAN NON KEUANGAN DI BURSA EFEK INDONESIA

**I Gusti Ayu Sawitri ¹
Ni Putu Ayu Darmayanti ²**

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: ayusawitrii@gmail.com / telp: +62 81 999 12 73 30

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini ingin menguji *pecking order theory* pada perusahaan non keuangan di BEI, dengan melihat keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi. Penelitian ini menggunakan metode pengumpulan data *pooling*, dengan menjumlahkan semua perusahaan yang membagikan dividen selama 2011-2013 dan memperoleh data sebanyak 483 perusahaan. Pengumpulan data dilakukan melalui metode observasi *non participant* yaitu dengan mengambil data pada BEI. Hasil pengolahan data menggunakan metode OLS menemukan hasil bahwa perusahaan non keuangan di Indonesia tidak secara murni mengikuti hierarki pendanaan *pecking order theory*. *Dividend payout ratio* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *financial leverage* mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia tidak secara murni menerapkan hipotesis *pecking order*. Hal tersebut diindikasikan karena perusahaan tidak menggunakan *financial leverage* sebagai alternatif sumber pendanaan perusahaan.

Kata Kunci: Pecking order theory, Dividend payout ratio, leverage keuangan, investasi

ABSTRACT

This research would like to test the pecking order theory on non financial companies in Indonesia stock exchange, by observing the relationship between dividend payout ratio, financial leverage and investment. This research using pooling data, by summing all of the companies that distribute dividends during the 2011-2013 and get 483 companies. Data collection was carried out through a non participant observation methods in Indonesia stock exchange. The data processed by using OLS and find that companies in Indonesia are not purely follows the hierarchy of pecking order theory. Dividend payout ratio was not positive significant into financial leverage of the company, indicated that in Indonesia there are not pure pecking order hypothesis applied. It is indicated because the company does not use financial leverage as an alternative source of funding as the main sources to fund companies assets or investments.

Keywords: pecking order theory, dividend payout ratio, financial leverage, investment

PENDAHULUAN

Diskusi dan perdebatan tentang hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan sampai saat ini masih berlangsung. Struktur modal merupakan perbandingan antara sumber dana dari luar berupa hutang dengan modal milik

perusahaan. Pada umumnya terdapat hanya dua pandangan yang masih terus disoroti oleh para ahli ekonomi di dunia. Pandangan pertama atau pandangan tradisional berpendapat bahwa nilai perusahaan salah satunya dipengaruhi oleh struktur modal. *Trade-off theory* dan *pecking order theory* merupakan teori yang mewakili dari munculnya pandangan tradisional. *Trade-off theory* memprediksi bahwa untuk mengoptimalkan nilai perusahaan, manajer akan selalu menyesuaikan dengan tingkat hutang yang digunakan. *Pecking order theory* lebih menyarankan dalam pengambilan keputusan keuangan harus mengikuti hierarki sumber dana dari dalam perusahaan lebih didahulukan untuk digunakan apabila dibandingkan dengan sumber dana dari luar (Darminto, 2008).

Struktur modal dikatakan tidak mempengaruhi nilai perusahaan merupakan pandangan kedua yang dikeluarkan oleh Modigliani dan Miller. Seiring dengan perdebatan yang terjadi di kalangan akademisi, pandangan tradisional lebih dapat diterima dan diterapkan dalam praktek manajer-manajer keuangan perusahaannya (Wibowo dan Erkaningrum, 2002).

Sumber dana untuk memenuhi kebutuhan perusahaan bisa diperoleh dari dalam ataupun dari luar perusahaan. Penelitian oleh Myers dan Majluf (1984) serta Myres (1984) menemukan bahwa dalam *pecking order theory* perusahaan akan memilih untuk mengutamakan penggunaan sumber dana dari dalam, namun ketika dana dari dalam tidak mencukupi maka perusahaan akan menerbitkan hutang dan terakhir menggunakan *external equity*. Hipotesis *pecking order* merupakan salah satu

teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Teori ini dapat terjadi dalam suatu perusahaan dikarenakan adanya perbedaan informasi yang diperoleh dari pemilik perusahaan dengan manajemen perusahaan.

Sebelumnya di Indonesia telah dilakukan penelitian untuk menguji hipotesis *pecking order theory*, namun penelitian tersebut hanya sebatas menguji penggunaan hipotesis *pecking order* di Indonesia. Penelitian ini juga ingin menguji hipotesis *pecking order theory* namun dengan melihat dari hubungan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi. Bukti empiris mengenai keterkaitan ketiga variabel tersebut akan membantu perusahaan dalam menentukan alternatif pendanaan dan investasi.

Perilaku *pecking order theory* dapat disebabkan karena kebijakan dividen perusahaan yang akan mempengaruhi penggunaan *retained earning* (Wibowo dan Erkaningrum, 2002). Dividen yang besar di masa lalu secara langsung akan meningkatkan kebutuhan kas di masa yang akan datang. Hal ini mendorong perusahaan untuk melakukan pinjaman yang lebih besar untuk memenuhi kebutuhan kas perusahaan. Wibowo dan Erkaningrum (2002) menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara *dividend payout ratio* dan *financial leverage*. Pengujian oleh Kaweny (2007) memperoleh hasil terdapat hubungan yang positif antara *dividend payout ratio* dengan *financial leverage*.

Hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan akan mempergunakan *external finance* apabila *internal equity* dalam perusahaan sudah tidak mencukupi

untuk mengatasi masalah kebutuhan dana. Sumber dana dari dalam perusahaan yang tidak mencukupi untuk memenuhi peluang investasi akan mengakibatkan timbulnya hutang sebagai pemenuhan kebutuhan tersebut. Peluang investasi tinggi dari suatu perusahaan akan mengakibatkan tingkat peminjaman yang besar juga (Wibowo dan Erkaningrum, 2002). Apabila *financial leverage* berpengaruh positif terhadap investasi maka dikatakan mengikuti urutan pendanaan *pecking order theory*. Penelitian yang dilakukan Kaweny (2007) menemukan *financial leverage* berpengaruh positif terhadap investasi. Odit (2008) menemukan bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh positif dengan investasi. Pengujian selanjutnya oleh Erkaningrum (2008) dan Cotei (2011) menemukan *financial leverage* berpengaruh positif terhadap investasi.

Besarnya *internal equity* yang ada dalam perusahaan akan mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan investasi. Tinggi rendahnya peluang investasi dari perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan. Pembayaran dividen akan mempengaruhi *retained earning*, apabila dividen yang dibagikan perusahaan tinggi maka jumlah *retained earning* akan semakin rendah sehingga kesempatan untuk melakukan investasi kecil. Penelitian di Indonesia oleh Wibowo dan Erkaningrum (2002) dalam menguji pengaruh antara investasi dan *dividend payout ratio* memperoleh hasil negatif. Menurut Kaweny (2007) dalam pengujian hipotesis *pecking order theory* menggunakan variabel investasi dan *dividend payout ratio* juga memperoleh hasil yang negatif signifikan.

Pengaruh negatif dapat diartikan bahwa perusahaan dalam suatu periode tertentu hanya akan membiayai salah satu dari investasi atau dividen, sehingga kedua variabel tersebut tidak akan bertumbuh sama besarnya setiap tahun. Jika investasi dalam suatu periode besar maka pembayaran dividen pasti akan menurun, begitu juga sebaliknya. Maka akan selalu terdapat hubungan negatif antara *dividend payout ratio* dan investasi.

Perusahaan di Indonesia berdasarkan hasil penelitian Kaweny (2007) dan Wardianto (2012) dikatakan cenderung mengikuti hipotesis *pecking order theory*. Penelitian oleh Wibowo dan Erkaningrum (2002) dengan melihat keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi menemukan bahwa pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia cenderung tidak mengikuti urutan pendanaan *pecking order theory*.

Perbedaan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan di Indonesia menjadi motivasi peneliti untuk menguji kembali apakah hipotesis *pecking order theory* mendukung keputusan pendanaan di Indonesia dengan melihat keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi pada perusahaan non keuangan di Indonesia dalam jangka waktu yang cukup panjang.

METODE PENELITIAN

Obyek penelitian ini adalah *dividend payout ratio*, *financial leverage* serta investasi dari perusahaan non keuangan yang *listing* di BEI periode 2011-2013.

Penelitian ini menggunakan data sekunder dan lokasi penelitian bertempat di BEI Denpasar Bali. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil populasi perusahaan non keuangan di BEI dan menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2011-2013. Sampel penelitian adalah perusahaan non keuangan terpublikasi, terdaftar di BEI serta membagikan dividen selama tahun 2011-2013. Metode penentuan sampel adalah menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria pemilihan sampel yaitu perusahaan non keuangan *go public*, di BEI dan harus membagikan dividen selama tahun 2011-2013. Jumlah sampel setiap tahunnya akan ditampilkan dalam tabel berikut.

Tabel 1
Jumlah Populasi dan Sampel Penelitian

Tahun	2011	2012	2013
Populasi	312	312	312
Tidak memenuhi kriteria <i>purposive sampling</i>	145	152	156
Sampel	167	160	156

Sumber : www.ksei.co.id

Sampel perusahaan diperoleh dengan metode pengumpulan data (*pooling data*) yaitu menjumlahkan semua perusahaan non keuangan yang membagikan dividen dan memiliki laporan keuangan lengkap selama periode penelitian yaitu 2011-2013. Jumlah yang diperoleh yaitu sebanyak 483 perusahaan sesuai kriteria pemilihan sampel. Tabel 4.1 berikut memaparkan perusahaan yang menjadi sampel dalam setiap tahunnya selama tahun 2011-2013.

Tabel 2
Jumlah Sampel Setiap Tahun Selama Periode 2011-2013

Tahun	Jumlah Perusahaan yang Menjadi Sampel
2011	167
2012	160
2013	156
Jumlah	483

Sumber : www.ksei.co.id

Hipotesis penelitian akan diuji menggunakan model persamaan regresi *ordinary least square* (OLS). Keunggulan dengan menggunakan *ordinary least square* (OLS) yaitu adanya kemungkinan untuk membandingkan hasil penelitian ini dengan penelitian sebelumnya. Daya banding yang lebih tinggi memungkinkan untuk mengetahui perkembangan pendanaan perusahaan di Indonesia dari tahun ke tahun.

Untuk menguji hipotesis, maka dirumuskan model persamaan sebagai berikut :

$$\text{DPR} = \alpha + \beta_1\text{FL} + \beta_1\text{INV} \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{FL} = \alpha + \beta_1\text{DPR} + \beta_1\text{INV} \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{INV} = \alpha + \beta_1\text{DPR} + \beta_1\text{FL} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan :

DPR : *Dividend Payout Ratio*

FL : *Financial Leverage*

INV : *Investasi*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Bagian ini membahas hasil pengolahan data untuk menguji hipotesis *pecking order* yang diuji menggunakan variabel *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan

investasi. Sebelum menguji hipotesis menggunakan regresi linier berganda, haruslah dilakukan pengujian asumsi klasik sebagai persyaratan dalam melakukan analisis regresi. Pengujian deskriptif yang meliputi rata-rata, nilai minimum dan nilai maksimum.

Pengujian Deskriptif

Tahun 2011 nilai rata-rata DPR adalah 39,99%, FL adalah 107,12% dan INV adalah 20,38%. Nilai minimum DPR dimiliki oleh PT. Matarhari Putra Prima Tbk., FL minimum dimiliki PT. Matahari Departement Store Tbk., dan INV minimum dimiliki oleh PT. Matahari Departemen Store Tbk. DPR tertinggi tahun 2011 dimiliki oleh PT. Akr Corporindo Tbk., FL tertinggi dipegang oleh PT. Tembaga Mulia Semanan Tbk., dan INV tertinggi dimiliki oleh PT. Chandra Asri Petrochemical Tbk.

Rata-rata DPR tahun 2012 yaitu 40,63%, FL dengan nilai rata-rata yaitu 119,96% dan INV adalah sebesar 24,32%. Nilai terendah dari DPR yaitu dimiliki oleh PT. Tunas Baru Lampung Tbk., FL minimum dimiliki oleh PT. Mandom Indonesia Tbk., dan INV terendah dimiliki oleh PT. Matahari Putra Prima Tbk. Nilai maksimum dari DPR dimiliki oleh PT. Matahari Putra Prima Tbk., FL tertinggi yaitu PT. Jembo Cable Company Tbk., dan INV tertinggi oleh PT. Berlina Tbk.

Pada tahun 2013 nilai rata-rata dari DPR adalah 37,13%, FL yaitu 123,99% dan INV sebesar 16,27%. Nilai DPR terendah dimiliki oleh PT. Sinar Mas Agro Resouces Tbk., FL terendah oleh PT. Kalbe Farma Tbk., dan INV terendah oleh PT. Unilever Indonesia Tbk. DPR tertinggi dipegang oleh PT. Indal Aluminium Industry

Tbk., FL tertinggi oleh PT. Jembo Cable Company Tbk., dan INV tertinggi oleh PT. Jembo Cable Company Tbk.

Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 3
Hasil Pengujian Hipotesis Persamaan (1)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	46,231	2,217		20,853	,000
	FL	-1,874	1,264	-,068	-1,482	,139
	INV	-25,312	6,081	-,191	-4,162	,000

a. Dependent Variable: DPR

Nilai Sig. *financial leverage* (FL) adalah 0,139 lebih besar dari 0,05 memiliki arti bahwa *financial leverage* berpengaruh tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* (Y). Nilai Sig. investasi (INV) adalah sebesar 0,000 dan lebih kecil dari 0,50 dengan nilai t hitung sebesar -4,162. Memiliki arti bahwa investasi (X_2) berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (Y).

Tabel 4
Hasil Pengujian Hipotesis Persamaan (2)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,097	,101		10,889	,000
	DPR	-,003	,002	-,069	-1,482	,139
	INV	,600	,225	,125	2,666	,008

a. Dependent Variable: FL

Nilai Sig. *dividend payout ratio* (DPR) adalah 0,139 lebih besar dari 0,05 memiliki arti bahwa *dividend payout ratio* (X_1) berpengaruh tidak signifikan terhadap *financial leverage* (Y). Nilai Sig. investasi (INV) adalah 0,008 dan lebih kecil dari 0,05 dengan nilai t hitung sebesar 2,666. Memiliki arti bahwa investasi (X_2) berpengaruh positif signifikan terhadap variabel *financial leverage* (Y).

Tabel 5
Hasil Pengujian Hipotesis Persamaan (3)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,215	,021		10,342	,000
	DPR	-,001	,000	-,189	-4,162	,000
	FL	,025	,009	,121	2,666	,008

a. Dependent Variable: INV

Nilai Sig. *dividend payout ratio* (X_1) adalah sebesar 0,000 dan lebih kecil dari 0,05 dengan nilai t hitung sebesar -4,162. Memiliki arti bahwa *dividend payout ratio* (X_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap investasi (Y). Nilai Sig. *financial leverage* (X_2) adalah 0,008 lebih kecil dari 0,05 dengan nilai t sebesar 2,666.

Memiliki arti bahwa investasi (X_2) berpengaruh positif signifikan terhadap variabel *financial leverage* (Y).

SIMPULAN DAN SARAN

Hasil pengujian dengan metode regresi linier berganda menemukan hasil bahwa tahun 2011-2013 perusahaan non keuangan di BEI tidak terbukti menerapkan hipotesis *pecking order theory* apabila dilihat dari keterkaitan antara *dividend payout ratio* dengan *financial leverage*. Hipotesis *pecking order theory* terbukti diterapkan pada perusahaan non keuangan di BEI tahun 2011-2013 apabila dilihat dari keterkaitan antara *financial leverage* dan investasi yang memiliki pengaruh positif signifikan. Hal yang sama terjadi apabila dilihat dari keterkaitan antara *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap investasi, artinya bahwa perusahaan perusahaan non keuangan di BEI tahun 2011-2013 menerapkan hipotesis *pecking order theory*.

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi perusahaan, dan bagi penelitian-penelitian selanjutnya. Saran-saran yang dapat diberikan penulis berdasarkan simpulan diatas adalah sebagai berikut.

- 1) Bagi perusahaan perlu memikirkan secara cermat bagaimana sebaiknya memilih sumber pendanaan yang tepat sesuai dengan kemampuan dan kebutuhan perusahaan, sehingga dapat meminimalisir beban.

- 2) Bagi peneliti-peneliti selanjutnya diharapkan dapat meneliti lebih lanjut mengenai *pecking order theory* di Indonesia namun dengan menggunakan variabel lainnya.
- 3) Penelitian selanjutnya agar menggunakan model dinamis guna mencari angka pasti dari penggunaan *pecking order theory* di Indonesia.

REFERENSI

- Adedeji, A. 1998. Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in The UK. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25.
- Alzomaia, Turki., and Ahmed Al-Khadhiri. 2013. Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Business and Social Science*, 4(1).
- Bundalala, Ng'habi. 2012. Do Tanzanian Companies Practice Pecking Order Theory, Agency Cost Theory or Trade-Off Theory? An Empirical Study in Tanzanian Listed Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4): pp:401-422.
- Cotei, Carmen., Joseph Farhat, Benjamin Abugri. 2011. Testing Trade-off and Pecking Order Models of Capital Structure: Does legal system matter?. *Managerial Finance*, 37(8): pp:715-735.
- Darminto. 2007. Pengujian Teori Trade-off dan Teori Pecking Order dengan Satu Model Dinamis pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Journal on Corporate Finance*.
- Erkaningrum, F. Indri. 2008. Faktor-faktor Penentu Financial Leverage dalam Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 1(2): h:164-186.
- Filatotchev, Igor and Isachenkova. 2007. Ownership Structure and Investment Finance in Transition Economies (A Survey of Evidence from Large Firms in Hungary and Poland. *Economics of Transition*, 15(3): pp:433-460.
- Fumey, Abel., Isaac Doku. 2013. Dividend Payout Ratio in Ghana: Does the pecking order theory hold good?. *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB)*, 2(2).
- Frank, Z. Murray and Goyal, K. Vidhan. 2001. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, (67): pp:217-248.
- Gaud, Philippe and Jani, Elion. 2005. The Capital Structure of Swiss Companies : an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1): pp:51-69.
- Gill, Amarjit and Biger, Nahun. 2010. Determinants of Dividend Payout Ratios : Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3: pp:8-14.

- Husnan Suad dan Pudjiastuti Enny. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Indriantoro, N. B. Supomo, 2009. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta.
- Joni dan Lina. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2): h:81-96.
- Kasozi, Jason and Ngwenya, Sam. 2010. The Capital Structure Practices of Listed Firms in South Africa. *International Research Symposium in Service Management*, University of South Africa.
- Kaweny, S.Puspa. 2007. Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order. *Tesis Program Pasca Sarjana*, Fakultas Ekonomi Univesitas Diponegoro Semarang.
- Modigliani, Franco., Merton H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *JSTOR The American Economic Review*, 48(3): pp:261-297.
- Myers, Stewart. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3).
- Myers, Stewart., Majluf Nicholas. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Finance Economics*, (13): pp: 187-221.
- Odit, P. Mohun and Chitto, B. Hemant. 2008. Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? The Case of Mauritian Firms. *Journal of Business Case Studies*, 4(9). University of Technology, Mauritian.
- Oolderink, Pim. 2013. Determinants of Capital Structure Static Trade-off vs Pecking Order Theory (Evidence from Dutch listed firms). University of Twentee.
- Pangeran, Perminas. 2010. Pemilihan Sekuritas dan Arah Kebijakan Struktur Modal: Pecking Order atukah Static Trade-off?. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, 21(1): h:1-16.
- Pouraghajan, Abbasali.,Esfandiar Malekian. 2012. The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the

- Tehran Stock Exchange. *International Journal of Bussiness and Commerce*, 1(9): pp:166-181.
- Rahyuda, I Ketut. Murjana Yasa, I.G.W. Dan Yuliarmi, Ni Nyoman. 2004. *Metodologi Penelitian*. Fakultas Ekonomi Universitas Udayana, Denpasar.
- Ruslim, Herman. 2009. Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order): Analisis Empiris Terhadap Saham di LQ 45. *Jurnal Bisnis & Akuntansi*, 11(3): h:209-221.
- Rehman, Abdul., Haruto Takumi. 2012. Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Karachi Stock Exchange (KSE). *Journal of Contemporary Issues in Bussiness Research*, 1(1): p:20-27.
- Sugiyono. 2006. *Metode Penelitian Bisnis*. IKAPI: Bandung
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: CV Alfabeta.
- Seftianne., Ratih Handayani. 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(1): h:39-56.
- Spica, Luciana. 2006. Prediksi Kondisi *Financial Distress* Perusahaan *Go Public* dengan Menggunakan Analisis Multinomial Logit. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(1): h:1-26.
- Wardianto, K.Bagus. 2012. Pengujian Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan 50 Biggest Market Capitalization di Bursa Efek Indonesia. *Seminar Hasil-Hasil Penelitian dan Pengabdian Masyarakat Dies Natalis FISIP Unila 2012*, h:228-246.
- Wibowo, Jatmiko., Indri Erkaningrum. 2002. Studi Keterkaitan antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order. *Simposium Nasional Keuangan in Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, h:57-74.
- Yuliati, Sri. 2010. Pengujian Pecking Order Theory: Determinan Struktur Modal Industri Manufaktur di BEI Periode Sebelum Krisis Moneter. *Politeknosains*, 9(2): h:10-22.

Ziao, Bei., W.P. Wijewardana. 2012. Financial Leverage, Firm Growth and Financial Strenght: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Asia Pasific Bussiness Innovation & Technology Management*, pp:013-022.