

HERDING PADA KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL

Anny Laila Safithri

Pengadilan Agama Bima
Jalan Garuda No. 1, Raba Bima, Nusa Tenggara Barat
Telepon +62 374 43209
E-mail: lyla_0401@yahoo.co.id

Baldric Siregar

STIE YKPN Yogyakarta
Jalan Seturan, Yogyakarta 55281
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155
E-mail: siregar@accountant.com

ABSTRACT

In our study, we test the existence herding behavior on capital structure decisions of firms listed in the Indonesia Stock Exchange. First, we examine the reputational herding hypothesis which explain how firms within an industry choose their level of debt and equity. We find support for this hypothesis and conclude that leader equity ratio influences those of followers. We next hypothesize that firms may make capital structure decisions based on their previous capital structure decisions. We also find evidence to support this informational herding.

Keywords: herding behavior, capital structure, reputational herding, informational herding

PENDAHULUAN

Para ekonom yang beraliran klasik berpandangan bahwa keputusan investasi yang diambil investor merupakan refleksi dari harapan manajer yang rasional. Mereka beranggapan bahwa keputusan investasi tersebut diambil berdasarkan informasi yang tersedia di pasar. Pandangan tersebut diwarnai lain oleh Keynes (1936) yang menyatakan bahwa keputusan investasi juga dipengaruhi oleh faktor psikologi. Menurutnya, manajer yang profesional juga akan melakukan tindakan *follow the herd*¹ karena mempertimbangkan penilaian orang lain dalam keputusan yang diambil. Pernyataan Keynes (1936) tersebut dapat menjawab beberapa pertanyaan yang menarik perhatian dalam aktivitas yang dilakukan oleh manajer perusahaan di

¹ Tindakan "*follow the herd*" maksudnya adalah tindakan investor yang mengikuti perilaku *herding* dalam mengambil keputusan investasi. *Herding* adalah perilaku ketika seseorang mengubah tindakannya agar sesuai dengan tindakan yang dilakukan oleh orang lain. Perilaku *herding* tersebut dilakukan oleh seseorang karena mereka mempertimbangkan penilaian pihak lain terhadap keputusan yang akan mereka ambil. Tindakan "*follow the herd*" juga dapat diartikan sebagai tindakan investor yang mengikuti investor yang lainnya dalam mengambil keputusan investasi.

pasar modal. Pertanyaan-pertanyaan tersebut antara lain: apakah manajer perusahaan mengambil keputusan pendanaan berdasarkan keputusan yang dilakukan perusahaan yang lainnya yang dianggap sebagai *leader* dalam industri yang sama atau apakah manajer perusahaan mengambil keputusan pendanaan berdasarkan tindakan atau keputusan yang telah diambil pada periode sebelumnya.

Beberapa teori keuangan mencoba menjelaskan tentang struktur modal seperti *pecking order hypothesis* dan *trade-off hypothesis*. Namun kenyataannya, sulit bagi perusahaan untuk menentukan suatu struktur modal yang terbaik dalam suatu komposisi pendanaan yang tepat. Banyak faktor yang harus dipertimbangkan oleh perusahaan dalam menentukan struktur modal yang optimal seperti stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan (Weston dan Brigham, 1993). Selain itu Weston dan Brigham (1993) juga menyatakan bahwa kebijakan struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian. Penambahan utang akan memperbesar risiko perusahaan tetapi tidak sekaligus memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian diharapkan akan menaikkan harga saham. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dengan tingkat pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham.

Herding merupakan perilaku manajer perusahaan yang terjadi pada saat manajer perusahaan tersebut mengubah prinsip dan tindakannya agar sesuai dengan prinsip dan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain (Trueman, 1994; Banerjee, 1992; Scharfstein dan Stein, 1990). Perilaku *herding* dapat terjadi pada saat suatu perusahaan atau sekelompok perusahaan dalam industri yang sama harus mengambil keputusan dengan berbagai jenis keterbatasan, misalnya keterbatasan informasi, waktu, dan kemampuan. Salah satu keputusan tersebut adalah keputusan pendanaan. Manajemen membandingkan struktur modal perusahaan mereka dengan struktur modal perusahaan pada industri yang sama. Perilaku

bahwa manajer perusahaan cenderung mengikuti struktur modal perusahaan perusahaan yang dianggap sebagai *leader* dalam industri yang sama dinamai *reputational herding*.

Perilaku *herding* juga dapat didefinisikan sebagai tindakan perusahaan yang mengambil keputusan berdasarkan keputusan yang telah diambil pada periode sebelumnya. Maksud pernyataan ini adalah bahwa perusahaan menentukan struktur modal untuk tahun yang berjalan dengan mengikuti keputusan tentang struktur modal pada tahun-tahun sebelumnya. Welch (2000) serta Brown *et al.* (2006) menyatakan manajer berperilaku seperti ini terjadi karena manajer tersebut menghadapi keterbatasan waktu, biaya, dan kemampuan. Perilaku bahwa manajer melakukan keputusan struktur modal berdasarkan keputusan struktur modal di masa lalu dinamai *informational herding*. Tulisan ini menjelaskan kemungkinan jawaban terhadap fenomena perilaku *herding*, baik *reputational herding* maupun *informational herding*, dalam pengambilan keputusan struktur modal untuk perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Hingga kini belum ada rumus matematik yang tepat untuk menentukan jumlah optimal dari utang dan ekuitas dalam struktur modal (Seitz, 1984). Sejak lama Modigliani dan Miller (1958) mencari perbedaan struktur modal yang dimiliki setiap perusahaan. Dengan asumsi bahwa belum ada pasar modal yang sempurna, tidak ada pajak yang harus ditanggung oleh perorangan atau perusahaan, serta pengambilan keputusan dalam hal pendanaan dan investasi yang dilakukan secara independen, mereka menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak berhubungan dengan struktur modal. Akan tetapi, penelitian empiris menunjukkan hasil bahwa ada beberapa hal yang mempengaruhi pasar modal sehingga terjadi ketidaksempurnaan yang pada akhirnya menyebabkan adanya perbedaan model struktur modal pada setiap perusahaan. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa faktor-faktor yang menyebabkan perbedaan pola struktur modal tersebut meliputi biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976), pajak (DeAngelo dan Masulis, 1980), variabilitas laba, (Bradley *et al.*, 1984),

biaya kebangkrutan (Haugen dan Senbet, 1978), *asset redeployment* (Williamsom, 1988), serta *underinvestment* (Myers dan Majluf, 1984). Beberapa penelitian lain menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan, kondisi pasar, inflasi, volatilitas pendapatan, dan profitabilitas juga mempengaruhi struktur modal (Myers, 1997; Jaffe, 1978; Boquist dan Moore, 1984; Davis, 1987; Titman dan Wessel, 1988; Homaifar *et al.*, 1994).

DeAngelo dan Masulis (1980) mengembangkan sebuah model untuk pilihan *leverage* perusahaan yang dihubungkan dengan pajak perusahaan. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan yang positif antara tarif pajak perusahaan dengan *leverage* keuangan. Penelitian tersebut sejalan dengan temuan Davis (1987) yang menguji struktur modal 115 perusahaan Canada untuk periode tahun 1963 sampai tahun 1982 dengan hasil terdapat hubungan yang positif antara tarif pajak perusahaan dengan *leverage* keuangan. Temuan lain yang sejenis dapat dilihat di Homaifar *et al.* (1994), DeAngelo dan Masulis (1980), serta Davis (1987). Namun hasil penelitian tersebut tidak konklusif karena penelitian lain menghasilkan bukti sebaliknya. Bukti empiris tidak mendukung pengaruh pajak terhadap *leverage* perusahaan (Bradley *et al.*, 1984; Boquist dan Moore, 1984; Titman dan Wessel, 1988; Homaifar *et al.*, 1994).

Selain pajak, faktor yang tidak konklusif mempengaruhi struktur modal meliputi tingkat inflasi dan volatilitas pendapatan. Tingkat inflasi berpengaruh positif dan signifikan dengan *leverage* keuangan. Hal ini menjelaskan bahwa selama periode inflasi, perusahaan banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya karena biaya riil utang turun (Jaffe, 1978). Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Homaifar *et al.* (1994) yang menunjukkan bahwa tingkat inflasi tidak berpengaruh terhadap *leverage* keuangan dan volatilitas pendapatan berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan (Homaifar *et al.*, 1994). Namun Titman dan Wessels (1988) gagal menemukan bukti tentang hubungan volatilitas pendapatan dengan struktur modal.

Temuan tentang ukuran perusahaan, pertumbuhan, dan kondisi pasar modal relatif konsisten dalam kaitannya dengan struktur modal. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*

keuangan. Perusahaan besar lebih mudah akses ke pendanaan (Ang *et al.*, 1982; Homaifar *et al.*, 1994). Pertumbuhan perusahaan dan kondisi pasar modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa *leverage* keuangan perusahaan dapat dijelaskan oleh kesempatan pertumbuhan perusahaan (Myers, 1997; Homaifar *et al.*, 1994). Homaifar *et al.* (1994) melakukan penelitian mengenai kondisi pasar modal dengan menggunakan proksi *return* saham. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa kondisi pasar modal juga berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan. Temuan Homaifar *et al.* (1994) ini mendukung harapan bahwa perusahaan cenderung mengganti ekuitas dengan utang jika *return* saham tinggi.

Mempertimbangkan belum adanya suatu teori keuangan yang secara tepat menentukan suatu struktur modal yang optimal serta ditambah lagi hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten dan kurang konklusif, dalam penelitian ini dicoba untuk menghubungkan perilaku *herding* dengan keputusan pendanaan. Perilaku sejenis dalam hubungannya dengan keputusan selain keputusan modal sudah dilakukan berbagai penelitian. Shefrin dan Statman (1984) meneliti pengaruh aspek perilaku terhadap pola pengambilan keputusan mengenai kebijakan dividen. Statman dan Caldwell (1987) meneliti pengaruh aspek perilaku terhadap pola pengambilan keputusan mengenai penganggaran modal. Selain itu, Shefrin dan Statman (1984) serta Statman dan Caldwell (1987) mencoba memperoleh penjelasan tentang fenomena perilaku investor di pasar modal.

Peneliti lain, Patel *et al.* (1991), melakukan studi terhadap perilaku individu dalam mengambil keputusan untuk membeli saham di pasar modal. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa para pelaku pasar modal bertindak secara berkelompok atau bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh orang lain. Perilaku ini mereka namai *herd migration*. Perilaku ini juga menyebabkan ketidakpastian tentang nilai optimal struktur modal suatu perusahaan. Namun temuan sejenis tidak didukung oleh Filbeck *et al.* (1996), yang melakukan replikasi terhadap penelitian yang dilakukan oleh Patel *et al.* (1991) dengan menggunakan hipotesis yang dikembangkan dalam literatur psikologi tentang konsep *following the leader* yang dikembangkan oleh Kahneman dan Tversky (1979)

serta Statman dan Caldwell (1987). Konsep *following the leader* menyatakan bahwa suatu perusahaan mengambil keputusan pendanaan berdasarkan keputusan pendanaan perusahaan yang tergolong sebagai *leader*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, Filbeck *et al.* (1996) berpendapat bahwa manajer benar-benar bertindak rasional dalam mengambil keputusan yang berkaitan dengan struktur modal.

Perilaku *herding* memang bukan perilaku yang lazim terjadi. Namun bukan berarti bahwa perilaku seperti ini tidak pernah dilakukan oleh manajer perusahaan. Seseorang atau sekelompok orang bisa saja bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, perilaku *herding* mempunyai hubungan dengan aktivitas ekonomi, misalnya rekomendasi investasi (Scharfstein dan Stein, 1990), perilaku harga saham pada saat penawaran perdana (Welch, 1992), peramalan laba (Trueman, 1994), serta *corporate conservatism* (Zwiebel, 1995). *Herding* terjadi ketika individu mengubah prinsip dan tindakannya agar sesuai dengan prinsip dan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain (Trueman, 1994; Banerjee, 1992; Scharfstein dan Stein, 1990). Perilaku ini terjadi terutama pada saat seseorang atau sekelompok orang yang harus mengambil keputusan dengan berbagai jenis keterbatasan, misalnya keterbatasan informasi, waktu, dan kemampuan.

Perilaku *herding* pada peramalan laba menunjukkan bahwa peramal laba mencoba mengikuti ramalan laba pihak lain (Trueman, 1994). Pada keputusan investasi, Scharfstein dan Stein (1990) melakukan penelitian tentang faktor yang mendorong manajer untuk mengambil keputusan investasi. Bukti menunjukkan bahwa dalam keadaan tertentu, manajer cenderung meniru keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer lain dan mengabaikan informasi yang telah dimiliki. Jika dipandang dari sisi sosial, perilaku tersebut tidak efisien, tetapi menurut pandangan manajer yang melakukan hal tersebut, perilaku mereka dianggap rasional karena pertimbangan reputasi.

Masih terkait dengan keputusan investasi, Sias (2004) meneliti perilaku investor institusional. Sias (2004) menguji hubungan *cross-sectional* antara permintaan investor institusional pada kuartal yang sedang berjalan dengan permintaan institusional pada kuartal sebelumnya. Hasilnya menunjukkan bahwa

permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal ini berhubungan secara positif dengan permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal sebelumnya. Dalam hal ini investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk membeli atau menjual suatu sekuritas yang sama serta investor institusional juga mengikuti pola perdagangan mereka sebelumnya. *Herding* reputasi dan informasi juga diteliti lebih lanjut oleh Choi dan Sias (2008). Bukti penelitian mereka menyimpulkan dukungan yang kuat bahwa perilaku *herding* terjadi di antara investor institusional. Investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk masuk atau keluar dalam industri yang sama. Mereka menemukan bahwa perilaku *herding* dalam investor institusional terjadi disebabkan oleh faktor reputasi dan informasi masa lalu.

Brown *et al.* (2006) mencoba meneliti apakah perilaku *herding* terjadi pada keputusan pengungkapan sukarela. Mereka meneliti bagaimana perusahaan mengungkapkan ramalan belanja modal. Bukti empiris menunjukkan bahwa pengungkapan ramalan belanja modal berhubungan positif dengan pengungkapan yang sama periode sebelumnya dalam perusahaan dan industri yang sama pula. Dengan demikian, mereka menyimpulkan bahwa terjadi perilaku *herding* informasional. Bukti empiris juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif pengungkapan ramalan pengeluaran modal suatu perusahaan dengan pengungkapan yang sama oleh *leader* dalam industri. Penelitian ini menemukan bahwa manajer dengan reputasi yang kurang bagus menunjukkan kecenderungan untuk melakukan *herding* pada keputusan pengungkapan mereka. Mereka menyimpulkan bahwa faktor informasional dan faktor reputasional merupakan gabungan sumber yang signifikan perilaku *herding* dalam keputusan pengungkapan sukarela.

Berbagai literatur keuangan tentang *herding* menyatakan bahwa ada kategori *herding*, yaitu pengabaian informasi, *herding* investigatif, *herding* reputasional, *herding* informasional, dan *herding* karakteristik. Pengabaian informasi menghasilkan perilaku *herding* karena manajer tidak menggunakan informasi yang dimiliki untuk mengambil keputusan. Seperti yang dinyatakan oleh Banerjee (1992) dan Bikhchandani *et al.* (1992) manajer melakukan keputusan bukan berdasarkan informasi pribadi yang

dimiliki, melainkan mengikuti keputusan pihak lain. Misalnya manajer perusahaan A mempunyai informasi bahwa struktur modal perusahaan X merupakan struktur modal yang optimal. Namun manajer perusahaan A memperoleh informasi bahwa manajer perusahaan B tidak meniru struktur modal perusahaan X, tetapi meniru struktur modal perusahaan Y, maka manajer perusahaan A juga akan mengikuti manajer perusahaan B yang meniru struktur modal perusahaan Y.

Herding investigatif terjadi ketika investor saling melakukan investigasi sinyal-sinyal berhubungan yang dimiliki oleh pihak lain (Froot, *et al.*, 1992; Hirshleifer, *et al.*, 1994; Sias, 2004). Sinyal-sinyal yang berkorelasi satu dengan lainnya menyebabkan terjadinya perilaku *herding*. Sebagai contoh, jika investor A mendapatkan sinyal pribadi pada waktu t bahwa sekuritas X bagus dan investor B mendapatkan sinyal pribadi yang sama dengan yang diperoleh investor A pada waktu $t+1$ maka investor A dan investor B akan sama-sama membeli sekuritas X. *Herding* reputasional terjadi karena orang menjadikan reputasi pihak lain yang lebih baik sebagai dasar untuk mengikuti keputusannya. Sebagai contoh, reksa dana akan lebih memilih berinvestasi dengan mengikuti keputusan investasi yang diambil oleh reksa dana lain daripada mengikuti keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan asuransi (Scharfstein dan Stein, 1990; Trueman, 1994). Contoh lain adalah temuan Sias dan Choi (2008) bahwa investor institusional yang perhatian terhadap reputasi lebih suka mengikuti keputusan investasi dari investor institusional dengan klasifikasi yang sama daripada klasifikasi investor institusional yang berbeda. Reksa dana lebih cenderung melakukan *herding* pada keputusan reksa dana lain daripada investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, dan investor institusional lain yang bukan reksa dana.

Herding informational adalah *herding* karena seseorang melakukan keputusan sekarang berdasarkan keputusan mereka di masa lalu. Sebagai contoh dalam perdagangan sekuritas, investor institusional berpendapat bahwa informasi yang dihasilkan dari perdagangan mereka pada masa lalu merupakan informasi terbaik bagi mereka dan kemudian mereka akan melakukan perdagangan yang sama dengan pola perdagangan mereka pada masa lalu

tersebut (Bikhchandani *et al.*, 1992). Dengan demikian, perilaku *herding* berdasarkan informasi masa lalu terjadi ketika seseorang meniru keputusan yang telah dilakukannya pada masa lalu. *Herding* karakteristik adalah *herding* karena seseorang tertarik pada sesuatu yang memiliki karakteristik tertentu. Sebagai contoh di pasar modal, investor institusional melakukan *herding* karena mereka tertarik pada suatu sekuritas yang memiliki karakteristik tertentu. Masing-masing sekuritas memiliki karakteristik yang berbeda-beda. Jika investor tertarik pada suatu sekuritas maka investor tersebut akan memiliki sekuritas tersebut dalam jumlah yang besar. Misalnya pada suatu saat investor mempunyai pilihan untuk membeli sekuritas A, B, dan C. Investor tersebut ternyata tertarik pada karakteristik sekuritas A, maka pada saat yang dimaksud investor akan memiliki sekuritas A dalam jumlah yang lebih banyak.

Berdasarkan kelima kategori *herding* yang sudah diuraikan sebelumnya, *herding* reputasional dan *herding* informational adalah dua hal yang diuji dalam penelitian ini. Temuan empiris terkait dengan *herding* reputasional dalam struktur modal dibuktikan oleh Scharfstein dan Stein (1990), Patel *et al.* (1991), dan Rudhiningtyas (2003). Ketiga penelitian tersebut menunjukkan bahwa *herding* dalam struktur modal terjadi karena manajer mengikuti pola struktur modal perusahaan yang memiliki reputasi lebih baik. Manajer yang menganggap dirinya memiliki reputasi kurang baik mengikuti keputusan struktur modal perusahaan yang manajernya dianggap memiliki reputasi lebih baik dalam industri yang sama. Manajer perusahaan yang bersikap rasional akan berusaha untuk menentukan struktur modal optimal. Mengoptimalkan struktur modal berdasarkan teori-teori tertentu, seperti *pecking order hypothesis* dan *trade-off hypothesis* bukanlah hal yang mudah. Pada kenyataannya untuk menentukan suatu struktur modal yang optimal merupakan hal yang cukup sulit bagi manajer perusahaan. Selain karena banyaknya teori atau bahkan pertentangan antarteori, kesulitan dalam menentukan struktur modal dihadapi oleh manajer karena mereka menghadapi keterbatasan informasi, kemampuan untuk mengorganisir informasi, waktu, dan biaya. Dengan keterbatasan tersebut, manajer perusahaan bisa saja bersikap tidak rasional dengan cenderung meniru keputusan struktur modal yang

dimiliki oleh perusahaan lain yang dianggap memiliki reputasi yang lebih baik dalam suatu industri. Dalam hal ini, perusahaan yang memiliki reputasi lebih baik adalah perusahaan yang merupakan *leader* dalam industri. Sedangkan perusahaan yang mengikuti keputusan perusahaan *leader* yang merasa reputasinya kurang baik dianggap sebagai *follower*. Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Struktur modal perusahaan *leader* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan *follower*.

Keterbatasan informasi, kemampuan mengorganisir informasi, waktu, dan biaya juga menyebabkan manajer melakukan *herding* informasional. Perilaku *herding* informasional terjadi karena tindakan manajer yang mengambil keputusan berdasarkan tindakan atau keputusan yang telah diambil pada periode sebelumnya. Bukti empiris *herding* informasional ditemukan oleh Welch (2000) dan Brown *et al.* (2006). Welch (2000) menemukan bahwa pemberian rekomendasi kepada klien untuk membeli, menyimpan, atau menjual sekuritas oleh analis sekuritas dipengaruhi oleh pilihan kebijakan atau rekomendasi yang telah diterbitkan sebelumnya. Sedangkan Brown *et al.* (2006) menyatakan bahwa pengungkapan suka rela belanja modal perusahaan dipengaruhi oleh pengungkapan suka rela belanja modal di masa lalu. Analogika yang sama juga bisa terjadi dalam keputusan struktur modal. Berbagai keterbatasan menyebabkan manajer perusahaan mengambil keputusan struktur modal berdasarkan keputusan struktur modal di masa lalu. Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan tersebut pada tahun sekarang.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang dipilih dengan metode *purposive sampling*. Dengan metode tersebut, sampel dipilih dengan karakteristik perusahaan termasuk kategori manufaktur, tersedia laporan keuangan berturut-turut, memiliki data keuangan lengkap, dan saldo ekuitas tidak negatif. Perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel karena perusahaan jenis ini memiliki industri yang jumlahnya memadai cukup. Berdasarkan sampel yang dipilih, data yang diperoleh merupakan data elemen-elemen struktur

modal yang meliputi utang, aset, dan ekuitas ekuitas. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* untuk periode 2002 sampai tahun 2006. Pengujian hipotesis pertama membutuhkan kategori perusahaan *leader* dan *follower*. Kategori ini diperlukan untuk menguji *herding* reputasional tentang apakah *follower* mengikuti *leader* dalam memutuskan struktur modal. Perusahaan *leader* dianggap memiliki reputasi yang lebih baik. Sebuah perusahaan rata-rata aset perusahaan tersebut dalam periode penelitian paling besar. Perusahaan yang tidak dikategorikan sebagai *leader* dianggap sebagai *follower*. Cara pengkategorian *leader-follower* seperti ini dilakukan dalam setiap industri yang menjadi sampel.

Dalam penelitian ini, terdapat dua jenis variabel penelitian, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Untuk hipotesis pertama, variabel dependen adalah struktur modal perusahaan *follower*; sedangkan variabel independennya adalah struktur modal perusahaan *leader*. Untuk hipotesis kedua, variabel dependen adalah struktur modal pada waktu *t* dan variabel independennya adalah struktur modal pada waktu *t-1*. Pengukuran struktur modal adalah dengan DER (*debt to equity ratio*). DER dihitung dengan perbandingan total utang dibagi total ekuitas. H1 menyatakan bahwa struktur modal perusahaan *leader* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan *follower*. Hipotesis ini didukung apabila koefisien dalam model berikut ini signifikan:

$$DER_F = \beta_0 + \beta_1 DER_L_1 + \beta_2 DER_L_2 + \beta_3 DER_L_3 + \beta_4 DER_L_4 + \beta_5 DER_L_5 + e \dots\dots\dots (1)$$

DER_F = *Debt to equity ratio* perusahaan *follower*
 DER_L₁ - DER_L₅ = *Debt to equity ratio* perusahaan *leader* selama tahun penelitian

β_0 = Konstanta
 $\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien
 e = *Error*

H2 menyatakan bahwa struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan tersebut pada tahun sekarang. Hipotesis ini didukung apabila koefisien dalam model berikut ini signifikan:

$$DER_t = \beta_0 + \beta_1 DER_{t-1} + \varepsilon \quad (2)$$

DER_t = Debt to equity ratio tahun sekarang
 DER_{t-1} = Debt to equity ratio tahun sebelumnya
 β_0 = Konstanta
 β_1 = Koefisien
 ε = Error

Tabel 1
Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar	160
Penerbitan Laporan Keuangan tidak Berturut-turut	-19
Data Tidak Lengkap dan Saldo Ekuitas Negatif	-31
Sampel Akhir yang Dianalisis	110

HASIL PENELITIAN

Ada sebanyak 160 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2002 sampai 2006. Laporan keuangan sebanyak 19 perusahaan tidak tersedia berturut-turut. Sampel berkurang lebih lanjut karena sebanyak 31 perusahaan memiliki data tidak lengkap dan saldo ekuitas negatif. Dengan demikian sampel akhir yang dianalisis dalam penelitian ini ada sebanyak 110 perusahaan. Data sampel tampak pada Tabel 1.

Berdasarkan 110 jumlah perusahaan yang dijadikan sampel, sebanyak 19 perusahaan dikategorikan sebagai *leader*, karena itu sebanyak 91 merupakan *follower*. Setiap industri diwakili oleh sebuah *leader*. Ke-19 perusahaan yang digolongkan sebagai *leader* adalah perusahaan yang memiliki nilai rata-rata total aset selama lima tahun yang paling besar untuk masing-masing sektor industri. *Leader* dalam penelitian ini tampak pada Tabel 2.

Tabel 2
Daftar Nama Perusahaan *Leader*

No	Nama Perusahaan	Jenis Industri
1	Indofood Sukses Makmur	Food and Beverages
2	Gudang Garam	Tobacco Manufactures
3	Panasia Indosyntec	Textile Mill Products
4	Indorama Syntetics	Apparel and Other Textile Products
5	Tirta Mahakam Resources	Lumber and Wood Products
6	Indah Kiat Pulp & Paper	Paper and Allied Products
7	AKR Corporindo	Chemical and Allied Products
8	Resource Alam Indonesia	Adhesive
9	Trias Sentosa	Plastics and Glass Products
10	Indocement Tungal Perkasa	Cement
11	Citra Tubindo	Metal and Allied Products
12	Kedawung Setia Industrial	Fabricated Metal Products
13	Intikeramik Alamasri Industri	Stone, Clay, Glass and Concreate Products
14	SUCACO	Cable
15	Multipolar Corporation	Electronic and Office Equipment
16	Astra International	Automotive and Allied Products
17	Modern Photo Film Company	Photographic
18	Kalbe Farma	Pharmaceuticals
19	Unilever Indonesia	Consumer goods

Jumlah sampel awal dalam pengujian statistik hipotesis pertama adalah 91 perusahaan. Data akhir yang diperoleh untuk menguji H1 merupakan data awal yang dikurangi dengan *outliers*. *Outliers* diperoleh setelah melakukan uji asumsi klasik. Setelah mengeluarkan *outliers*, maka akan diperoleh data akhir sebanyak 84 data perusahaan *follower*.

Untuk menguji H1, struktur modal perusahaan *leader* diregresi terhadap struktur modal perusahaan *follower* untuk masing-masing sektor industri. Struktur modal perusahaan *leader* untuk tahun 2002, 2003, 2004, 2005, dan 2006 dalam masing-masing sektor industri akan diregresikan sebanyak jumlah perusahaan yang menjadi *follower* dalam sektor industri yang sama. Misalnya untuk sektor industri *food and beverages* perusahaan yang menjadi *leader* adalah PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. Dalam sektor industri *food and beverages* ada 11 perusahaan yang menjadi *follower*, maka struktur modal PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. untuk tahun 2002, 2003, 2004, 2005, dan 2006 akan diregresikan sebanyak 11 kali.

Untuk menguji H2, jumlah sampel awal yang digunakan adalah 110 perusahaan, hal tersebut dikarenakan dalam menguji hipotesis yang kedua penulis tidak membagi perusahaan dalam kategori *leader* dan *follower*. Data akhir yang diperoleh untuk menguji H2 merupakan data awal yang dikurangi dengan *outliers*. *Outliers* diperoleh setelah melakukan uji asumsi klasik. Setelah mengeluarkan *outliers*, maka diperoleh data akhir sebanyak 100 perusahaan untuk pengujian H2.

Tujuan statistik deskriptif adalah memberikan gambaran tentang suatu data, seperti nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi. Uji statistik dilakukan terhadap data DER perusahaan *leader* dan *follower*. Pada Tabel 3 disajikan statistik deskriptif

untuk pengujian hipotesis pertama. Hasil statistik deskriptif untuk perusahaan *follower* menyatakan bahwa untuk rasio DER_F nilai minimumnya adalah 0,06 sedangkan nilai maksimumnya adalah 3,73. Nilai rata-rata DER perusahaan selama periode pengamatan sekitar 1,1 sampai 3,7. Hal ini menunjukkan bahwa utang perusahaan rata-rata lebih dari 50% sampai 75% dari struktur modal perusahaan. Untuk pengujian H2, dengan sampel sebanyak 100 perusahaan, menghasilkan proporsi utang terhadap struktur modal yang juga berkisar 50% sampai 75%.

Penelitian ini menggunakan model regresi linear. Untuk mengetahui kelayakan data, pengujian asumsi klasik diperlukan yang meliputi heteroskedastisitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan normalitas. Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari *residual* antara satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Model regresi yang baik adalah tidak terdapat heteroskedastisitas. Metode yang digunakan untuk menguji adanya gejala ini adalah uji Park. Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas dilakukan dengan cara mengkuadratkan nilai *unstandardized residual* (RES_KUAD) yang dihasilkan dari model regresi. Nilai RES_KUAD ini kemudian dijadikan variabel dependen untuk diregresikan dengan variabel-variabel independen dalam penelitian ini. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas karena seluruh variabel independen tidak signifikan pada *alpha* 5% pada kedua pengujian hipotesis.

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode *t* dengan kesalahan pengganggu pada periode *t-1* (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka terdapat

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER-F	84	0.06	3.73	1.1656	0.91768
DER_L1	84	0.24	16.66	3.7204	3.72927
DER_L2	84	0.30	7.10	1.7419	1.54954
DER_L3	84	0.19	6.76	1.5111	1.25246
DER_L4	84	0.69	5.98	1.5763	1.03096
DER_L5	84	0.36	3.63	1.3364	0.63908

masalah autokorelasi karena adanya korelasi pada tempat yang berdekatan dan menimbulkan konsekuensi, yaitu interval keyakinan menjadi lebar, serta varians dan kesalahan standar akan ditaksir terlalu rendah. Model regresi yang baik adalah tidak terdapat autokorelasi. Pendekatan yang digunakan untuk menguji ada atau tidaknya autokorelasi adalah uji Durbin-Watson. Nilai D-W pengujian pertama adalah 2,248 dan untuk pengujian kedua adalah 1,872. Hal ini berada pada *rule of thumb*: D-W antara 1,5 s.d. 2,5 yang menunjukkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada model regresi.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi di antara variabel independen. Jika terdapat korelasi, berarti terdapat masalah multikolinearitas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi multikolinearitas. Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas adalah dengan VIF (*variance inflation factor*). Indikasi adanya multikolinearitas adalah apabila nilai VIF > 10. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai VIF kurang dari 10 yang menunjukkan tidak terdapat multikolinearitas antarvariabel dalam model regresi. Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen, dan variabel dependen berdistribusi normal atau tidak. Cara untuk menguji normalitas adalah dengan uji Kolmogorov-Smirnov. Hasil pada kedua pengujian menunjukkan nilai *symp.sig* jauh lebih besar dari alpha 5% yang menunjukkan bahwa pola distribusi data adalah normal.

H1 menyatakan bahwa struktur modal perusahaan *leader* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan *follower*. Model 1 digunakan untuk menguji hipotesis ini. Hasil estimasi menunjukkan nilai F pengujian H1. Nilai F yang cukup besar, yaitu 2,559, dengan signifikansi di bawah 5% menunjukkan bahwa model 1 untuk menguji hipotesis adalah model yang memenuhi syarat. Koefisien determinasi atau R^2 digunakan untuk mengukur persentase variasi dalam variabel dependen yang dijelaskan oleh variasi dalam variabel independennya. Semakin besar nilai R^2 , maka semakin besar variasi dalam struktur modal perusahaan *follower* yang dapat dijelaskan oleh variasi dalam struktur modal perusahaan *leader*. Untuk hasil yang lebih baik, penulis akan menggunakan *adjusted R^2* karena mempertimbangkan besarnya jumlah sampel

dan banyaknya variabel yang digunakan dalam penelitian. Hasil estimasi menunjukkan bahwa nilai *adjusted R^2* sebesar 8,6%. Hal ini menunjukkan bahwa sebanyak 8,6% variasi dalam struktur modal perusahaan *follower* yang dapat dijelaskan oleh variasi dalam struktur modal perusahaan *leader*.

Berdasarkan Tabel 4 disajikan hasil uji t hipotesis 1. Hasil pada Tabel 4 menunjukkan DER_L1, DER_L4, dan DER_L5 tidak signifikan. Nilai t DER_L3 signifikan namun arahnya yang negatif tidak seperti yang diharapkan. Akan tetapi, nilai t DER_L2 yang signifikan pada alpha 1% menunjukkan bahwa hipotesis 1 dapat didukung. Walaupun tidak untuk semua tahun penelitian, bukti empiris menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan *leader* berpengaruh pada struktur modal perusahaan *follower*.

Tabel 4
Hasil Uji-t pada Pengujian H1

Variabel	Koefisien	Nilai t	Signifikansi
DER_L1	-0.065	-0.495	0.622
DER_L2	0.691	2.823	0.006
DER_L3	-0.798	-2.177	0.032
DER_L4	0.355	1.359	0.178
DER_L5	0.198	1.308	0.195

H2 menyatakan bahwa struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan tersebut pada tahun sekarang. Hipotesis ini diuji dengan menggunakan model 2. Model 2 menghasilkan nilai F yang sangat besar, yaitu 4494 dengan signifikan pada alpha 1%. Dengan nilai F yang besar ini, model 2 adalah model yang sudah baik untuk menguji hipotesis. Nilai *adjusted R^2* digunakan untuk mengukur persentase variasi dalam variabel dependen yang dijelaskan oleh variasi dalam variabel independennya. Semakin besar nilai R^2 , maka semakin besar variasi dalam struktur modal perusahaan periode sekarang dipengaruhi oleh struktur modal periode sebelumnya. Hasil estimasi menunjukkan bahwa nilai *adjusted R^2* sebesar 9,78%. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 9,78% variasi dalam struktur modal sekarang yang dapat dijelaskan oleh variasi dalam struktur modal sebelumnya.

Uji-t bertujuan untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Pengujian kedua dilakukan dengan meregres variabel dependen, yaitu struktur modal perusahaan tahun sekarang, serta variabel independennya, yaitu struktur modal perusahaan tahun sebelumnya. Pada Tabel 5 terlihat bahwa nilai t untuk DER_{t-1} sebesar 67 signifikan pada alpha 1%. Hal ini menunjukkan dukungan yang kuat terhadap H2 bahwa struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan tersebut pada tahun sekarang

Tabel 5
Hasil Uji-t pada Pengujian Hipotesis 2

Variabel	Koefisien	Nilai t	Signifikansi
DER_{t-1}	0.989	67.040	0.000

PEMBAHASAN

Temuan empiris tentang perilaku *herding* dalam struktur modal tidak selalu sejalan. Berdasarkan teori ekonomi, perusahaan menentukan kebijakan pendanaan, khususnya mengenai struktur modal secara rasional. Dalam kondisi pasar modal efisien juga seharusnya perusahaan bertindak rasional dalam hal pendanaan. Temuan Filbeck *et al.* (1996) sejalan dengan argumen ini. Data penelitian Filbeck *et al.* (1996), yaitu data perusahaan yang terdaftar di pasar modal New York (NYSE) yang termasuk dalam kategori pasar modal yang efisien (Hartono, 2000), mendukung pernyataan bahwa di pasar modal yang efisien dimungkinkan keputusan struktur modal dilakukan secara rasional.

Sebaliknya, perilaku *herding* berdasarkan reputasi pada penentuan struktur modal perusahaan ditunjukkan dalam penelitian ini. Perilaku *herding* berdasarkan reputasi ini terlihat karena adanya kecenderungan struktur modal perusahaan *follower* mengikuti struktur modal perusahaan *leader*. Temuan pada penelitian ini mengkonfirmasi pernyataan Brown *et al.* (2006), Choi dan Sias (2008), Patel *et al.* (1991), serta Rudhiningtyas (2003) bahwa perilaku *herding* berdasarkan reputasi dilakukan oleh perusahaan dalam keputusan struktur modal. Perusahaan berusaha untuk menyesuaikan struktur modalnya sesuai dengan

perusahaan lain yang bergerak dalam industri yang sejenis. Pasar modal Indonesia yang tidak sepenuhnya efisien bisa menjadi alasan tindakan *herding* yang terjadi.

Selain mengikuti struktur modal perusahaan lain, sebuah perusahaan juga diindikasikan mengikuti struktur modal pada periode sebelumnya. Bukti empiris menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* perusahaan pada tahun berikutnya. Bukti empiris bahwa kebijakan struktur modal suatu tahun dipengaruhi oleh kebijakan struktur modal tahun sebelumnya juga didukung juga oleh Welch (2000) dan Brown *et al.* (2006) yang dilakukan sebelumnya. Dalam hal ini, perusahaan *leader* dan *follower* bisa melakukan *herding* bersama-sama. Perusahaan *leader* menentukan struktur modal berdasarkan kebijakan struktur modal perusahaan itu sendiri sebelumnya. Perusahaan *follower* juga melakukan kebijakan struktur modal berdasarkan struktur modal perusahaan itu sendiri dan perusahaan *leader* pada periode sebelumnya.

Apabila dibandingkan dengan penelitian *herding* di bidang lain berdasarkan informasi masa lalu, hasil penelitian ini tidaklah mengherankan. Welch (2000) melakukan penelitian mengenai perilaku *herding* berdasarkan informasi masa lalu dengan para analis sekuritas sebagai obyek penelitiannya. Rekomendasi jual beli sekuritas yang diberikan oleh para analis dipengaruhi rekomendasi mereka sebelumnya. Selain itu, Brown *et al.* (2006) yang melakukan penelitian untuk menguji perilaku *herding* pada keputusan pengungkapan suka rela, juga menemukan alasan yang setara. Pengungkapan suka rela yang dilakukan oleh perusahaan dipengaruhi oleh keputusan pengungkapan perusahaan dimasa lalu. Brown *et al.* (2006) menunjukkan bahwa perusahaan mengungkapkan prediksi belanja modal berdasarkan prediksi belanja modal yang sudah dikeluarkan pada periode sebelumnya. Argumen *herding* pada analisis sekuritas dan pengungkapan suka rela di atas sejalan dengan argumen tentang terjadinya *herding* berdasarkan informasi masa lalu pada keputusan struktur modal.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini menguji keberadaan perilaku *herding* berdasarkan reputasi dan informasi masa lalu dalam penentuan struktur modal. Bukti empiris menunjukkan bahwa perilaku *herding* pada keputusan struktur modal terjadi baik berdasarkan reputasi maupun berdasarkan informasi masa lalu. Perilaku *herding* berdasarkan reputasi terjadi karena struktur modal perusahaan *follower* mengikuti struktur modal perusahaan *leader*. Sedangkan *herding* berdasarkan informasi masa lalu terjadi karena baik perusahaan *leader* maupun perusahaan *follower* melakukan keputusan struktur modal berdasarkan struktur modal perusahaan itu sendiri pada periode sebelumnya.

Saran

Meniru struktur modal perusahaan lain atau pola struktur modal periode sebelumnya dapat berimplikasi negatif. Apabila perilaku ini menyebabkan peran manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan salah satunya melalui kebijakan struktur modal diabaikan, maka *herding* ini hanya sekedar meniru kebijakan lain. Peniruan ini tidak memiliki dasar alasan yang kuat. Namun perilaku *herding* tidak semata-mata berimplikasi negatif. Apabila dengan meniru manajer dapat belajar mengikuti pola kebijakan struktur modal perusahaan yang dianggap lebih baik, maka peran manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui kebijakan struktur modal bisa berdampak positif.

Untuk pengembangan riset selanjutnya dengan topik yang sama, kelemahan penelitian tersebut dapat dijadikan dasar perbaikan. Kelemahan tersebut adalah terletak pada klasifikasi reputasi dan jenis data penelitian perilaku. Reputasi untuk mengklasifikasi perusahaan sebagai *leader* berdasarkan nilai aset belum sempurna. Dasar klasifikasi lain yang bisa dipertimbangkan adalah profitabilitas, kemampuan manajerial, peringkat kredit, dan biaya modal. Berdasarkan segi topiknya, *herding* adalah perilaku. Pengujian perilaku dengan data primer, eksperimen atau survei, dapat lebih menggambarkan perilaku yang sesungguhnya daripada pendekatan data sekunder.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, J., Chua dan Mc Connel, J. (1982). "The Administrative Costs of Capital of Corporate Bankruptcy: A Note." *Journal of Finance*. 37:219.
- Banerjee, A. V. (1992). "A Simple Model of Herd Behavior." *Quarterly Journal of Economics*. 107, 797-817.
- Bikhchandani, Sushil; David, Hirshleifer; dan Ivo, Welch (1992). "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades." *Journal of Political Economy*. 100, 992-1026.
- Boquist, J.A. dan Moore, W. T. (1984). "Inter Industry Leverage Differences and The De Angelo-Masulis Tax Shields Hypothesis." *Finance Management*. Spring: 5-9.
- Bradley, M. Jane dan Kim, E. H. (1984). "On The Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence." *The Journal of Finance*. 39.
- Brown, Nerissa, C.; Kelsey D.; Wei; dan Wermers, Russ (2006). "Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices." *Published working paper*. University of Maryland.
- Choi, Nichole dan Sias, Richard W. (2008). "Institutional Industry Herding." *The Review of Financial Studies*. Vol.17, 165-206.
- Cote, M. J. dan Sanders, D. L. (1997). "Herding Behavior: Explanation and Implications." *Behavioral Research in Accounting*. Vol. IX.
- Daniel, Kent; Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ (1997). "Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks." *Journal of Finance*. Vol. 52, 1035-1058.
- Davis, A. (1987). "Effective Tax Rates as Determinants of Canadian Capital Structure." *Financial Management*. 16: 22-28.

- DeAngelo, H. dan Masulis, R. W. (1980). "Optimal Capital Structure and Personal Taxes." *Journal of Financial Economics*. 8: 3-29.
- Filbeck, G.; Gorman, F. Raymond; Preece, C. Dianna (1996). "Behavioral Aspects of Intra Industry Capital Structure Decision." *Journal of Finance and Strategic Decision*. Vol 9, No.2.
- Froot, K. A.; Scharfstein, David S.; dan J. C. Stein (1992). "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-term Speculation." *Journal of Finance*. Vol. 47, hal. 1461-1484.
- Graham, John R. (1999). "Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence." *Journal of Finance*. Forthcoming.
- Grinblatt, Mark dan Titman, Sheridan (1988). "Mutual Fund Performance: An Analysis of Monthly Returns." *Published Working Paper*. University of California, Los Angeles.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan (1989). "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings." *Journal of Business*. Vol. 62, 394-415.
- Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ (1995). "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior." *American Economic Review*. Vol. 85, 1088-1105
- Harris, M. dan Reviv (1991). "The Theory of Capital Structure." *The Journal of Finance*. Vol. XLVI, No. 1.
- Hartono, J. M. (2000). "Teori Portfolio dan Analisis Investasi." Edisi 2, BPFE. Yogyakarta.
- Haugen, R. dan L. Senbet (1978). "The Insignificance of Bankruptcy Cost to the Theory of Optimal Capital Structure." *Journal of Finance*. Vol. 33, hal. 383-389.
- Hirshleifer, D.; A. Subrahmanyam; dan S. Titman (1994). "Security Analysis and Trading Patterns when Some Investors Receive Information Before Others." *Journal of Finance*. Vol. 49, hal. 1665-1698.
- Homaifar, G.; Ziets, J.; dan Benkato, O. (1994). "An Empirical of Capital Structure: Some New Evidence." *Journal of Business Finance and Accounting*. 21: 1-4.
- Jaffe, J. F. (1978) "A Note in Taxation and Investment." *Journal of Finance*. Vol. 33, hal. 1439-1445.
- Jensen, M. dan Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure." *Journal of Financial Economics*. Vol. 3.
- Kahneman, D. dan A. Tversky (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk." *Econometrica*. Vol. 47.
- Keynes, J. M. (1936). "The General Theory of Employment, Interest and Money. London, Macmillan.
- Klemkosky, Robert C. (1977). "The Impact and Efficiency of Institutional Net Trading Imbalances." *Journal of Finance*. Vol 32, 79-86.
- Kraus, Alan; dan Stoll, Hans R. (1972). "Parallel Trading by Institutional Investors." *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*. Vol. 7, 2107-2138.
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert W. (1992). "The impact of Institutional Trading on Stock Prices." *Journal of Financial Economics*. 32, 23-44.
- Maug, Ernst dan Narayan, Naik (1995). "Herding and Delegated Portfolio Management: The Impact of Relative Performance Evaluation an Asset Allocation." *Working Paper*. Duke University.
- Modigliani, F. and M. Miller (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review*. Vol. 48, hal. 261-297

- Myers, S. dan Majluf, N. (1984). "Corporate Financing and Investment Decision Within Firm's Have Information Investor Do Not Have." *Journal of Finance economics*. 13: 187-221.
- Oehler, A., Chao dan George G.C. (2000). "Institutional Herding in Bond Markets." *Published Working Paper*. www.ssrn.com
- Patel, J.; R. Zeckhauser; dan D. Hendricks (1991). "The Rationally Struggle: Illustration from Financial Market." *American Economic Review Paper and Proceedings*. Hal. 232-236.
- Puckett, A. dan Yan, X.S. (2007). "The Impact of Short-term Institutional Herding." *Published Working Paper*. www.ssrn.com.
- Rudiningtyas, Dyah, A. (2003). "Perilaku Herding pada Keputusan Struktur Modal Perusahaan." *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*. Vol.2, No.1.
- Scharfstein, David S. dan Jeremy, C. Stein (1990). "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*. 80, 465-479.
- Seitz, Neil (1984). "Financial Analysis: A Programmed Approach." Third Edition, Englewood Cliffs, New Jersey: A Reston Book Prentice-Hall, Inc.
- Shefrin, H. dan Statman M. (1984). "Explaining Investor Preference for Cash Dividends." *Journal of Financial Economics*. Vol. 16, hal. 7-15.
- Sias, Richard, W. (2004). "Institutional Herding." *The Review of Financial Studies*. 17, 165-206.
- Statman, M. dan D. Caldwell (1987). "Applying Behavioral Finance to Capital Budgeting: Project Terminations." *Financial Management*. Vol. 16, hal. 7-15.
- Titman, S. dan Wessels, R. (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice." *Journal of Finance*. 43, 1-120.
- Trueman, Brett (1994). "Analyst Forecasts and Herding Behavior." *The Review of Financial Studies*. 7, 97-124.
- Welch, Ivo (1992). "Sequential Sales, Learning, and Cascades." *Journal of Finance*. Vol. 47, hal. 695-732.
- Welch, Ivo (1996). "A Primer on Capital Structure." *Financial and Portfolio Management*. Desember.
- Welch, Ivo (1996). "Herding Among Security Analysts." *Working Paper*. University of California, Los Angeles.
- Wermers, Russ (1999). "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices." *Journal of Finance*. 54, 581-622.
- Weston J.Fred dan Brigham F.Eugene (1993). "Essential of Managerial Finance." Tenth Edition, The Dryden Press, USA.
- Williamson, O. (1988). "Corporate Finance Governance." *Journal of Finance*. Vol. 43, hal. 567-591.
- Zwiebel, Jeffrey (1995). "Corporate Conservatism and Relative Compensation." *Journal of Political Economy*. 103, 1-25.