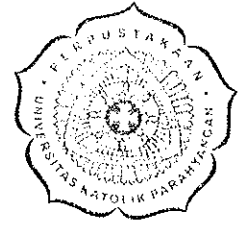


## BAB 6 KESIMPULAN DAN SARAN



### 6.1 Kesimpulan Hasil Penelitian

Dalam upaya mencapai *target leverage*, *actual leverage* mengalami penyimpangan dari targetnya akibat *random event*. *Error* yang terjadi pada periode sebelumnya menunjukkan *actual leverage* berada jauh di atas ekuilibriumnya (*above-target debt level*) ataupun berada jauh di bawah ekuilibriumnya (*below-target debt level*). Koefisien *error correction term* model *dynamic trade-off* dalam studi ini, memperoleh nilai negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan sifat stabil dinamis sebagai upaya untuk kembali ke *target leverage*. Sejalan dengan penelitian-penelitian yang menggunakan pendekatan *dynamic capital structure*, studi ini memperoleh kesimpulan bahwa perusahaan-perusahaan di sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam sampel memiliki *target capital structure*. Jadi, studi ini mendukung hasil penelitian Saadah & Prijadi (2012)

Seperti pada model *dynamic trade-off*, koefisien *error correction term* pada model penggabungan yang dibangun pada penelitian ini, juga memberikan nilai negatif yang signifikan pada tingkat 1% . Hal ini berarti bahwa spesifikasi dinamik menggambarkan upaya perusahaan untuk tetap bergerak ke arah target walau dipengaruhi adanya perilaku *herding*. Adanya nilai yang signifikan untuk model penggabungan ini menunjukkan bahwa manajer tidak hanya bertujuan memaksimalkan nilai perusahaan tetapi juga mempertimbangkan reputasinya karena menyadari adanya penilaian investor. Dengan demikian, temuan dalam penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Leary & Roberts (2010).

Orang yang berinteraksi satu dengan yang lainnya cenderung berpikir dan berperilaku yang sama. Untuk dapat berperilaku yang sama, diperlukan akses terhadap informasi yang sama yang dapat diperoleh melalui rekomendasi dari sumber yang sama atau melalui pengamatan terhadap kegiatan orang lain. Dengan adanya perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan di perusahaan manufaktur di Indonesia dalam sampel, menunjukkan bahwa manajer memperoleh informasi dari sumber yang sama, yaitu dari pihak perbankan yang berinteraksi dengan perusahaan-perusahaan tersebut, untuk kemudian saling

berbagi informasi termasuk informasi mengenai keuangan perusahaan-perusahaan. Hal ini mendukung pernyataan yang dikemukakan Froot et al. (1992) mengenai *private information* yang dipertukarkan di antara perusahaan-perusahaan mendorong perilaku *herding*.

Perilaku *herding* terhadap *peer firm's leverage ratios* merupakan upaya memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan atau mengirimkan sinyal sehubungan dengan bagaimana perusahaan ingin dinilai. Dalam hal perilaku *herding*, perusahaan menginginkan agar investor tidak memberikan penilaian yang berbeda dengan perusahaan-perusahaan lainnya dalam satu industri yang memiliki kualitas lebih baik. Studi ini memberikan temuan bahwa perilaku *herding* terjadi di perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam sampel, mendukung teori signaling, Ross (1977).

Adanya perilaku *herding* ini merupakan jawaban terhadap pertanyaan apa faktor penyebab adanya kesamaan *leverage ratio* antar perusahaan dalam suatu industri. Keberadaan perilaku *herding* yang signifikan menunjukkan adanya interdependensi dalam keputusan struktur permodalan antar perusahaan dalam satu industri. Temuan ini mendukung hasil survei yang dilakukannya Graham & Harvey (2001) serta hasil penelitian Leary & Robert (2010) yang mengidentifikasi perilaku pesaing sebagai input penting dalam pembuatan keputusan struktur permodalan.

Dengan adanya perilaku *herding* terhadap *peer firms' leverage ratio*, *speed of adjustment* ke arah *target leverage* mengalami perubahan. Perubahan *speed of adjustment* ini berarti waktu yang dibutuhkan untuk mencapai target dapat menjadi dipercepat ataupun menjadi diperlambat. Waktu proses penyesuaian ke arah target yang asimetri ini juga dilaporkan Byoun (2008) sebagai temuan dalam penelitiannya. Perbedaannya dengan studi ini, *asimetri speed of adjustment* dalam studi ini disebabkan manajer mempertimbangkan untuk membentuk *pooling equilibrium* dengan meniru tingkat utang *peers* yang memiliki *low leverage* atau *high leverage*.

Perilaku *herding* yang meningkatkan leverage ratio ke arah *peers* tidak sejalan dengan studi yang dilakukan Bancel & Mittoo (2010) pada perusahaan-perusahaan di Perancis sehubungan dengan dampak krisis keuangan global. Hasil

studi ini juga tidak sejalan dengan Graham & Harvey (2001) yang mengemukakan bahwa sebaiknya perusahaan mempertahankan fléksibilitas keuangan dengan cara meminimumkan kewajiban pembayaran bunga sebagai upaya menghindarkan perusahaan dari kemungkinan kebangkrutan pada situasi krisis. Dengan adanya bukti statistik yang cukup untuk menolak hipotesa nol pada uji persistensi perilaku *herding*, implikasinya adalah perilaku *herding* merupakan keputusan manajer yang tidak persisten.

## 6.2 Implikasi Penelitian

### 6.2.1 Implikasi Teoretik

Dibutuhkannya waktu bagi perusahaan untuk menganalisa perilaku *peers* dan baru kemudian pada periode berikutnya memutuskan untuk menirunya. Dengan demikian, model statik dianggap kurang tepat untuk pemodelan perilaku *herding* seperti yang dilakukan pada penelitian-penelitian sebelumnya. Oleh karenanya, dalam studi ini dibangun model dinamis perilaku *herding* manajer terhadap *peer firms' leverage ratio*.

Berbagai penelitian sudah menggunakan kerangka penggabungan yang menunjukkan bahwa teori-teori *capital structure* tidak seharusnya dipandang sebagai teori yang berdiri sendiri bahkan saling bersaing satu dengan lainnya mengenai keberadaannya. Sejalan dengan penelitian-penelitian tersebut, pendekatan yang saling melengkapi pada studi ini dituangkan dalam model penggabungan. Model yang dibangun, mensinergikan antara model *dynamic trade-off* yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di sektor industri manufaktur yang terdaftar di BEI dalam sampel memiliki *target capital structure*, digabungkan dengan pendekatan perilaku *herding* yang merupakan sinyal pembentukan *pooling equilibrium* untuk mempertahankan reputasi, berdasarkan teori signaling yang dikemukakan Ross (1977).

Penggabungan dua pendekatan ini mempertimbangkan bahwa manajer memiliki dua tujuan, yaitu memaksimumkan nilai perusahaan disamping juga manajer bermaksud untuk mempertahankan reputasi. Model penggabungan yang dibangun pada studi ini, dibedakan dengan studi-studi sebelumnya, yaitu penggabungan antara model *dynamic trade-off* yang berada dalam ranah *traditional finance* dengan pendekatan aspek perilaku sebagai faktor

penentu struktur permodalan yang masuk dalam ranah *behavior corporate finance*. Dengan demikian, studi ini memberikan kontribusi dalam perkembangan teori *capital structure*, khususnya pada *behavior capital structure* sebagai bagian dari *behavior corporate finance* yang mulai mendapatkan perhatian dalam penelitian keuangan perusahaan.

### 6.2.2 Implikasi Metodologi

Model *partial adjustment* merupakan model yang paling banyak digunakan dalam penelitian dengan pemodelan struktur permodalan yang dinamis. Tetapi studi ini menggunakan model *error correction* sebagai pengganti model *partial adjustment*. Digunakannya model *error correction* dalam studi ini dikarenakan adanya kepastian konvergensi ke arah target ketika dilakukan pembatasan terhadap koefisien lag satu variabel endogen pada model *error correction* sebagai syarat terpenuhinya *stability condition*. Disamping itu, model *error correction* memiliki kemampuan menganalisa yang lebih mendalam, karena perubahan *leverage ratio* merupakan fungsi dari perubahan variabel eksogen serta koreksi terhadap hubungan kointegrasi.

### 6.2.3 Implikasi Manajerial

Studi ini menunjukkan bahwa keputusan struktur pembiayaan di perusahaan industri manufaktur dalam sampel dipengaruhi oleh karakteristik-karakteristik tingkat perusahaan yang merupakan faktor fundamental. Tetapi tidak hanya faktor fundamental serta karakteristik industri saja yang patut dipertimbangkan. Dalam menetapkan *leverage ratio* perusahaan, manajer perlu juga mempertimbangkan bagaimana penilaian investor terhadap perusahaan. Aspek reputasi sebaiknya menjadi perhatian manajer terutama ketika diperhadapkan dengan situasi dimana kemampuan mereka sedang dinilai. Hal ini seperti yang dikemukakan Keynes (1936) yang merekomendasikan untuk "*follow the herd*".

Beberapa studi mempelajari dampak perilaku *herding*. Perilaku *herding* yang dilakukan oleh investor dalam perdagangan saham, sebagian besar memberikan hasil berupa efek positif karena perilaku *herding* ini menstabilkan harga saham, seperti hasil penelitian yang dikemukakan Wermer (1999), Froot et al. (2001), Sias (2004), Choi & Sias (2009). Tetapi beberapa penelitian perilaku

*herding* oleh *bankers* menunjukkan hasil yang tidak efisien, seperti temuan yang dilaporkan sebagai hasil penelitian Buch & Lipponer (2006), Nakagawa (2008), dan Nakagawa & Uchida (2010). Pemberian pinjaman mungkin diberikan bank kepada *unprofitable firms* dan bukan kepada *profitable firms* akibat meniru pemberian pinjaman yang dilakukan bank lain. Dalam hal ini, perilaku *herding* memberikan kontribusi terhadap akumulasi *non-performing loan*.

Dalam keputusan struktur permodalan, *leverage ratio* yang tinggi merupakan sinyal positif terhadap prospek perusahaan, Ross (1977). Tetapi Mura & Marchica (2010), memberikan temuan bahwa kebijakan *conservative leverage* dimaksudkan untuk mempertahankan *financial flexibility* sehingga meningkatkan kemampuan investasi. Hasil survei yang dilakukan Graham & Harvey (2001) sehubungan dengan faktor yang terpenting dalam penentuan utang perusahaan, yaitu bahwa perusahaan-perusahaan sebaiknya memperhatikan *financial flexibility*. Fama (1980) menyatakan bahwa dengan mempertahankan *debt ratio* yang rendah maka mereduksi resiko.

### 6.3 Keterbatasan Penelitian

Studi ini bermaksud menunjukkan ada perilaku *herding* yang signifikan dalam keputusan struktur permodalan. Model *error correction* yang digunakan dapat menangkap pengaruh perilaku *herding* terhadap *speed of adjustment* ke arah target yang asimetri. Tetapi model yang dibangun belum menunjukkan dalam situasi yang bagaimanakah perilaku *herding* tersebut terjadi. Penelitian Haiss (2010) menunjukkan perilaku *herding* dilakukan manajer bank terutama pada masa krisis dengan maksud *sharing-the-blame effect*. Krishnan et al. (2005), melaporkan temuannya bahwa para analis cenderung melakukan perilaku *herding* ketika mengeluarkan hasil prediksi yang tidak akurat di masa lalu, ketika ada banyak analis lain yang mengemukakan prediksinya sebelum dia melakukannya, ketika jangkauan waktu prediksinya lebih panjang, ketika kurang memiliki pengetahuan sehubungan dengan perusahaan yang ditanganinya, ketika bekerja pada perusahaan broker yang kecil. Kim & Pantzalis (2003), membuktikan bahwa perilaku *herding* semakin meningkat ketika menghadapi tugas yang semakin sulit, seperti yang dihadapi para analis sekuritas ketika menganalisa perusahaan-

perusahaan besar yang lebih terdiversifikasi industri maupun geografis. Jadi, adalah menarik untuk melakukan pengkajian lebih mendalam sehubungan dengan situasi yang bagaimanakah *perilaku herding* ini dilakukan manajer.

Dalam penelitiannya, Leary & Robert (2010) mengemukakan temuannya bahwa perusahaan-perusahaan dengan pangsa pasar yang lebih kecil, perusahaan-perusahaan yang tidak membayar dividen, perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki *credit rating*, serta perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi, merupakan perusahaan-perusahaan yang cenderung meniru *peers*-nya. Sedangkan Whited & Wu (2006) mengemukakan bahwa yang cenderung meniru adalah perusahaan-perusahaan yang mengalami kendala keuangan, yaitu yang biaya belanja modal (*cost of external capital*) relatif mahal. Studi ini belum mengkategorikan yang mana yang terkategori *high-quality firms* dan yang mana yang tergolong *low-quality firms* diantara perusahaan-perusahaan di sektor manufaktur di Indonesia dalam sampel. Perusahaan yang kualitasnya rendah adalah perusahaan yang cenderung meniru perusahaan dengan kualitas tinggi. Jadi, adalah menarik untuk melakukan pengkajian lebih jauh sehubungan dengan siapa yang meniru terhadap siapa.

Dari hasil penelitiannya, Rajan (1994) mengungkapkan temuannya bahwa perilaku *herding* terjadi ketika adalah *adalarge institutional investors*. Penelitian Rajan (1994) menunjukkan bahwa perilaku *herding* menjadi semakin kuat ketika pasar didominasi *large investor institutional* karena kinerja *large investor institutional* dievaluasi sebagai kinerja *peer group* dimana keputusannya didasarkan pada pertimbangan prioritas mereka sendiri dan mengabaikan keputusan manajer lainnya. Studi ini belum memberikan faktor-faktor apa yang mendukung perilaku *herding* dilakukan manajer.

#### 6.4 Usulan untuk Penelitian Lebih Lanjut

Dengan mempertimbangkan keterbatasan-keterbatasan dalam studi ini, maka usulan penelitian lebih lanjut yang berpotensi untuk dikembangkan, sebagai berikut:

1. Pengembangan penelitian perilaku *herding* pada keputusan struktur permodalan perusahaan, menarik untuk dikaji lebih mendalam. Untuk lebih

dipahami, pada situasi seperti apa yang mendorong manajer melakukan perilaku *herding*. Jadi, kapan “*follow the herd*” itu terjadi. Lebih lanjut, perlu dilakukan penyelidikan sehubungan dengan perusahaan yang bagaimana yang memiliki kecenderungan untuk meniru serta perusahaan yang mana yang bermaksud menciptakan *separating equilibrium*. Juga penting untuk dikaji, faktor-faktor apa yang mendorong dilakukannya perilaku *herding*.

2. Koefisien indikator perilaku *herding* menunjukkan nilai yang signifikan dalam penurunan *leverage ratio* perusahaan. Kebutuhan terhadap *low leverage* dapat dijelaskan melalui *financial flexibility hypothesis*. Bancel & Mitoo (2004) mengkonfirmasi survei yang dilakukan Graham & Harvey (2001) sehubungan dengan kebutuhan terhadap *financial flexibility* sebagai pendorong utama kebijakan utang perusahaan. Sejauh ini, *financial flexibility* belum cukup memperoleh perhatian para akademisi. Oleh karenanya, DeAngelo & DeAngelo (2007) menyatakan bahwa *financial flexibility* merupakan *critical missing link* dalam penelitian perkembangan teori *capital structure*. Teori *capital structure* yang tradisional, yaitu *pecking order theory* dan *trade-off theory* tidak mempertimbangkan *financial flexibility*. Dengan demikian, keduanya tidak dapat menjelaskan fenomena sehubungan dengan *low debt* yang dipertahankan oleh *profitable firms* serta fenomena *isu equity* yang tidak lagi merupakan sumber pendanaan yang eksklusif, Fama & French (2005). DeAngelo & De Angelo (2007) mengutarakan bahwa kedua teori tradisional tersebut tidak menyadari adanya kebergantungan antara kebijakan keuangan pada masa sebelumnya dengan dampaknya pada kemampuan perusahaan untuk kebutuhan pendanaan di masa mendatang. Penelitian mengenai *financial flexibility* ini tampaknya perlu dikaji lebih mendalam sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.
3. Sejauh ini, penelitian *behavior corporate finance* sudah lebih banyak dalam keputusan investasi, tetapi masih kurang sekali dalam keputusan *capital structure* dan relatif masih sangat jarang dalam keputusan pembayaran

dividen. Dengan demikian, penelitian dalam ranah ini dapat mulai dikaji untuk diteliti dengan lebih mendalam.



## DAFTAR REFERENSI

- Agarwal, S., C. Liu, S. G. Rhee, I-M. Chiu, 2009, The Brokerage Firm Effect in Herding: Evidence from Indonesia, *forthcoming in Journal of Financial Research*.
- Almeide, H., and M., Campello, 2007, Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies* 20, 1429-1460.
- Alti, A., 2006, How Persistent is The Impact of Market Timing on Capital Structure?, *Journal of Finance*, 61, 1681-1710
- Ang, J. S. and M. Jung, 1993, An Alternate Test of Myers' Pecking Order Theory of Capital Structure: The Case of South Korean Firms, *Pacific-Basin Finance Journal* 1, 31-46.
- Ang, J., J.Chua, and C. McConnel, 1982, The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A note, *Journal of Finance* 37, 219-226.
- Asquith, P. and D.W. Mullins, Jr., 1986, Equity Issues and Offering Dilution, *Journal of Financial Economis*, 15,61-90.
- Austen-Smith, D., and J. Banks, 2000, Cheap talks and Burned Money, *Journal of Economic Theory*, vol. 91, 1-16
- Baker, M., and J. Wurgler, 2002, Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance* 57 (1), 1-32.
- Baker, M., and J. Wurgler, 2004, A Catering Theory of Dividends, *Journal of Finance*, vol. 59, no.3, 1125-1165.
- Baker, M., R. S. Ruback, and J. Wurgler, 2005, "Behavioral Corporate Finance: A Survey, in Espen Eckbo, ed.,, forthcoming in "The Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance".
- Bancel, F. and Mittoo, U.R. 2004, Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", *Financial Management*, Vol. 33, pp. 103-132.
- Bancel, F., and Mittoo, U.R., 2010, Financial Flexibility and The Impact of The Global Financial Crisis: Evidence from France. Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=1587302>
- Banerjee, A. V., 1992, A Simple Model of Herd Behavior, *Quarterly Journal of Economics*, vol. CVII, no.3, 797-817.
- Barberis, N., and R. Thaler, 2002, A Survey of Behavioral Finance, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=327880](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=327880)
- Baskin, J., 1989, An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. Empirical Tests of Capital Structure Theories. *Financial Management*, vol.18, no.1, pp.26-35.
- Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler, 1997, Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?, *Journal of Finance*, 52, 1007-1034.

- Bhattacharya, S., 1979, Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand' Fallacy, *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- Bikhchandani, S., and S. Sharma, 2000, Herd Behavior in Financial Market, *IMF Staff Papers*, vol.47, no.3, 279-310.
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer, and I. Welch, 1992, A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades, *Journal of Political Economy*, 100, 992- 1026.
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer, and I. Welch, 1998, Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascade, *Journal of Economic Perspectives*, vol.12, 151-170.
- Bontempi, M. E., 2002, The Dynamic Specification of the Modified Pecking Order Theory: Its Relevance to Italy, *Empirical Economics* 27,1-22.
- Bowe, M., and D. Domuta, 2004, Investor Herding during Financial Crisis: A Clinical Study of The Jakarta Stock Exchange, *Pacific-Basin Finance Journal* 12, 387-418.
- Bradley, M., G. A. Jarell, and E.H. Kim, 1984, On The Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Brennan, M., and P. Hughes, 1991, Stock Prices and The Supply of Information, *Journal of Finance*, vol.46, 1665-1691.
- Brunner, R. F., 1985, The Use of Excess Cash and Debt Capacity as Motive for Merger, *Colgate Darden Graduate Scholl of Business*.
- Buch, C. M., and A. Lipponer. 2006. Clustering or Competition? The Foreign Investment Behaviour of German Banks. *International Journal of Central Banking*, vol.2, No.2,135-168.
- Byoun, S., 2008, How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures Towards Targets?, *The Journal of Finance* vol.63, no.3, 3069-3096.
- Byoun, S., 2011, Financial Flexibility and Capital Structure Decision. SSRN Working Paper 1108850.
- Chang, E., J. W. Cheng, and A. Khorama, 2000, An Examination of Herding Behavior in Equity Markets: An International Perspective, *Journal of Banking and Finance*, vol.24, no.10, 1651-1679
- Choi, N., and R. W. Sias. 2009. Institutional Industry Herding. *Journal of Financial Economics*, Vol.94, Iss.3, pp. 469-491.
- Copeland, Weston, and Shastri, 2005, *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson Addison Wesley. Inc, United State of America, 4<sup>th</sup> ed.
- Crowford, V. P., and J. Sobel, 1982, Strategic Information Transmission, *Econometrica*, vol.50, 1431-1451.
- Dasgupta, A., A. Prat, M. Verardo, 2010, The Price Impact of Institutional Herding, Working Paper.

- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, 2007, Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility, Marshall School of Business Working Paper No. FBE 02-06. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=916093>.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner, 1996, Reversal Fortune : Dividend Signaling and The Disappearance of Sustained Earning Growth, *Journal of Financial Economics*, 40, 341- 371.
- Desmukh, S., A.M. Goel, and K. M. Howe, 2010, CEO Overconfidence and Dividend Policy, Working Paper.
- Devenow, A., and I. Welch, 1996, Rational Herding in Financial Economics, *European Economic Review*, vol.40, 603-615.
- Diamond, D., and P. Dybvig, 1983, Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, vol.91, no.3, 401-419.
- Domowitz, I., L. Elbadawi, 1987, An Error Correction Approach to Money Demand: The Case of The Sudan, *Journal of Development Economics*, no.26, 257-275.
- Dvořák, T., 2005, Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia, *Journal of Finance*, 60, 817-839.
- Fairchild, R., 2005, The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions, *ICFAI Journal of Behavioral Finance*, vol.2, no.4, 46-68.
- Falkenstein, E. G., 1996, Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings, *Journal of Finance* 51, 111-135.
- Fama, E. F., and K. R. French, 2001, Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, vol.60, 3-43.
- Fama, E. F., and K. R. French, 2002, Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt, *The Review of Financial Studies*, 15(1):1-33.
- Fama, E. F., and K. R. French, 2005, Financing Decisions: Who Issues Stock?, *Journal of Financial Economics*, vol.76, 549-582.
- Fama, E.F., 1980, Agency Problems and The Theory of the Firms, *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Filbeck, G., R. F. Gorman, and D. C. Preece, 1996, Behavioral Aspects of The Intra-Industry Capital Structure Decision, *Journal Of Financial and Strategic Decisions*, vol.9 no.2, 55-67.
- Fisher, E. O., R. Heinkel and J. Zechner, 1989, Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests, *Journal of Finance*, 44, 19-44.
- Flannery, M. J., and K. P. Rangan, 2006, "Partial Adjustment and Target Capital Structures." *Journal of Financial Economic*, 79, 469-506.
- Frank, M. Z. and V. K. Goyal, 2003, Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics* 79,469-506.

- Frank, M. Z. and V. K. Goyal, 2009, Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?, *Financial Management* vol.38, no.1, 1-37.
- Froot, K.A., D.S. Scharfstein, and J.C. Stein, 1992, Herd on The Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation, *Journal of Finance* 47, 1461-1484.
- Gertler, M., and S. Gilchrist, 1993, The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism: arguments and evidence, *Scandinavian Journal of Economics* 95, 43-63.
- Graham, J. R., 1999, Herding among Investment Newsletter Theory and Evidence, *The Journal of Finance* vol.54, no.1, 237-268.
- Graham, J. R., 2000, How Big Are the Tax Benefits of Debt?. *Journal of Finance* 55, 1901-1942
- Graham, J. R., and C. R. Harvey, 2001, The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from The Field, *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Guedes and Thompson, 1995, Test of a Signalling Hypothesis: The Choice between Fixed and Adjustable-Rate Debt, *Review of Financial Studies*, vol.8, 605-636.
- Gujarati, D. N., and Porter D.C., 2009, *Basic Econometrics*, International Edition, Mc-Graw Hill/Irwin, 5<sup>th</sup> ed., New York.
- Hackbarth, D., 2008, Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 843-881.
- Haiss, P., 2010, Bank Herding and Incentive Systems as Catalysts for the Financial Crisis, *The IUP Journal of Behavioral Finance*, vol. VII, no.1&2, 30-58.
- Harris, M. and A. Raviv, 1991, The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Heaton, J. B., 2002, Managerial Optimism and Corporate Finance, *Financial Management*, 31, 33-45.
- Hesmati, A., 2001, The Dynamics of Capital Structure: Evidence from Swedish Micro and Small Firms, *Research in Banking and Finance* 2, 199-241.
- Hirshleifer, D., A. Subrahmanyam, and S. Titman, 1994, Security Analysis and Trading Patterns When Some Investors Receive Information Before Others, *Journal of Finance* 49, 1665-1698.
- Hirshleifer, D., and S.H. Teoh, 2003, Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis, *European Financial Management*, vol.9, no.1. 25-66.
- Hong, H., J.D. Kubik, and A. Solomon, 2000, Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts, *RAND Journal of Economics*, vol. 31, No.1, pp.121-144.

- Hovakimian, A., 2005, Are Observed Capital Structure Determined by Equity Market Timing?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Hovakimian, A., G. Hovakimian, and H. Tehranian, 2004, Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues, *Journal of Financial Economics*, 71, 517-540.
- Hovakimian, A., T. C. Opler, and S. Titman, 2001, The Debt-Equity Choice: An Analysis of Issuing Firms, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 1-24.
- Jalilvand, A. and R.S. Harris, 1984, Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study, *Journal of Finance* 39: 127-145
- Jensen, M., C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- John K. and J. William, 1985, Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium, *Journal of Finance*, 40, 1053-1070
- Kayo, E. K., and H. Kimura, 2010, Hierarchical Determinants of Capital Structure, *Journal of Banking & Finance*, 30, 1-14.
- Keister, L. A., 2004, Capital Structure in Transition: The Transformation of Financial Strategies in China's Emerging Economy, *Organization Science*, vol.15, no.2, 145-158.
- Keynes, J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Brace, and Co. London.
- Khrisnan, M., S. C. Lim, and P. Zhou, 2005, Who Herds? Who Doesn't?. Working Paper.
- Kim, C. and C. Pantzalis, 2003, Global/Industrial Diversification and Analyst Herding, *Financial Analysts Journal*, vol.59, no.2, 69-79.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1992, The Impact of Institutional Trading on Stock Prices, *Journal of Financial Economics*, 32, 23-44.
- Leary M. T., and M. R. Roberts, 2005, Do Firms Rebalance Their Capital Structure?, *Journal of Finance*, 60(6), 2575-2619.
- Leary, M. T., and M. R. Roberts, 2010, Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy?, Working Paper. The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Leland H. and D.Pyle, 1977, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32(2), 371-387
- Lintner, J., 1956, The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *American Economic Review* 46, 97-113.
- Liu, L. X., 2005, Do Firms Have Target Leverage Ratio?. Evidence from Historical Market-To-Book and Past Returns, Working Paper.
- Malmandier, U., G. A. Tate, and J. Yan, 2010, Managerial Beliefs and Corporate Financial Policies, NBER Working Paper No. 15659.

- Malmendier, U., and G. Tate, 2005, CEO Overconfidence and Corporate Investment, *Journal of Finance*, 60, 2661-2700.
- Manansang, R.E., 2012, *Analisis Pengaruh Karakteristik Kepemilikan Terhadap Tingkat Utang Perusahaan Dengan Pendekatan Dinamis*, Disertasi, Program Pascasarjana Ilmu Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Manski, C. F., 1993, Identification of Endogenous Social Effect: The Reflection Problem. *Review of Economic Studies*, vol.60, no.3, 531-542.
- Marsh, P., 1982, The Choice Between Equity and Debt: an Empirical Study, *Journal of Finance* 37, 121-144.
- Masulis, R. W. and A. W. Korwar, 1986, Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation, *Journal of Financial Economics*, vol.15, 91-118.
- McConnel, J. J. and C. J. Muscarella, 1986, Corporate Capital Expenditure Decisions and The Market Value of The Firm, *Journal of Financial Economics*.
- Miller, M. H., and F. Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, 411-433.
- Modigliani, F. and Miller, M.H, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment', *American Economic Review* 53, 261-97.
- Mura, R., and Marchica, R. T., 2010, Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity, Working Paper. Manchester Business School, University of Manchester.
- Myers, S. C., 1984, The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575-592
- Myers, S. C., and N. S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nakagawa, R. 2008. Herd Behavior by Japanese Banks in Local Financial Markets. *RCSS Discussion Paper Series*, No.71.
- Nakagawa, R., and H. Uchida. 2010. Herd Behavior by Japanese Banks after Financial Deregulation in. *Economica*, forthcoming.
- Nishioka, S. and N. Baba, 2004, Dynamic Capital Structure of Japanese Firms: How Far Has The Reduction of Excess Leverage Progressed in Japan?, Working Paper Series, 04-E-16, Bank of Japan.
- Oliver, B., 2005, The Impact of Management Confidence on Capital Structure, [http://papers.ssn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=791924](http://papers.ssn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=791924).
- Park, C. and H. Kim, 2009, The Effect of Managerial Overconfidence on Leverage, *The International Business & Economics Research Journal*, vol. 8, no. 12, ABI/INFORM Global.
- Pesaran, M. H., Y. Shin, R.P. Smith, 1997, Pooled Estimation of Long-Run Relationships in Dynamic Heterogeneous Panels.

- Rajan, R.G., 1994, Why Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence, *Quarterly Journal of Economics*, 436, 399-442
- Rajan, R. G., and L. Zingales, 1995, What Do We Know About Capital Structure?. Some Evidence from International Data, *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Rajan, R., 2006, Has Finance Made The World Riskier?. *European Financial Management*, vol.4., 499-533.
- Roberts, M. R., and T. M. Whited, 2011, Endogeneity in Empirical Corporate Finance. Working Paper. The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Roll, 1986, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business*, vol. 59, no.2, 197-216.
- Ross, S. A., 1977, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, vol.8, no.1, 23-40.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, and J. F. Jaffe, 2005, *Corporate Finance*, McGraw-Hill Companies, Inc, New York , 7<sup>th</sup> ed.
- Ross, S. A., R.W. Westerfield, B.D. Jordan, 2008, *Corporate Finance Fundamentals*, McGraw-Hill Companies, Inc, New York, 8<sup>th</sup> ed.
- Saadah, S., and R. Prijadi, 2012, Capital Structure's Dynamic Response to Exogenous Variables: A Case of Listed Manufacturing Firms in Indonesia, *International Journal of Financial Research*, vol.3, no.2.
- Salmon, M., 1982, Error Correction Mechanisms, *The Economic Journal*. Vol.92, no.367, 615-629.
- Scharfstein, D. S., and J. C. Stein, 1990, Herd Behavior and Investment, *The American Economic Review*, vol.80, no.3, 465-479.
- Schwartz, E., and R. Aronson, 1967, Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure, *Journal of Finance*.
- Sen, M., and E. Oruc, 2009, Behavioral Dimension of Cross-Sectoral Capital Structure Decisions: ISE (Istanbul Stock Exchange) Application, *International Research Journal of Finance and Economics* 28, 33-41.
- Shefrin, H., 2001, Behavioral Corporate Finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 113-126.
- Shefrin, H., 2009, Behavioralizing Finance, *Foundation and Trends in Finance*, vol.4, 1-184.
- Shiller, R. J., 1995, Conversation, Information, and Herd Behavior, *American Economic Review*, vol.85, no.2, 181-185.
- Shyam-Sunder, L. and S. C. Myers, 1999, Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics* 51, (2), 219-244.
- Sias, R. W. 2004. Institutional Herding. *Review of Financial Studies*, Vol.17, No.1, 165-206.

- Spies, R.R., 1974, The Dynamics of Corporate Capital Budgeting, *Journal of Finance*, 29: 829-845.
- Strebulaev, I., 2007, Do Test of Capital Structure Mean What They Say?. *Journal of Finance* 62, 1747-1788.
- Stulz, R. 1990, Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Taggart, R., 1977, A Model of Corporate Financing Decisions, *Journal of Finance*, 32. 1467-1500.
- Titman, S., and R. Wessel, 1988, The Determinan of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Trueman, B., 1994, Analyst Forecasts and Herding Behavior, *The Review of Financial Studies*, vol.7, No.1, pp. 97-124.
- Welch, I., 2004, Capital Structure and Stock Return, *Journal of Political Economy* 112, 106-131.
- Wermers, R., 1999, Mutual Fund Herding and The Impact on Stock Prices, *Journal of Finance*, vol.54, no.2, 581-622.
- Whited, T. M., and G. Wu, 2006, Financial Constraint Risk, *Review of Financial Studies*, vol.19, no.2, pp.531-559.
- Zeckhauser, R., J. Patel and D. Hendricks, 1991, Nontradisional actors and Financial Market Behavior, *Theory and Decision* 31, 257-287.
- Zhao, J., A.L.Katchove, and P.J. Barry, 2004, Testing the Pecking Order theory and The Signalling Theory for Farm Businesses. Working Paper.
- Zwiebel, J., 1995, Corporate Conservatism and Relative Compensation, *Journal of Political Economy*, vol. 103, pp. 1-25