

EQUITY MARKET TIMING DAN STRUKTUR MODAL

Nidya Fahima
Sri Maemunah Soeharto
Chorry Sulistyowati

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga

E-mail: chorry_040318214@yahoo.com

Abstract

This study is an empirical testing of *equity market timing* and capital structure at firms which are doing IPO 2001 and 2002. The aims of this study are to test about the effect of equity market timing to capital structure and to test the persistency of the effect of equity market timing to firm's capital structure in Indonesia. This study also used control variable, that asset tangibility, size and profitability. To analyze the data, this study used multiple regressions with SPSS 16.0 to test independent and dependent variables. The result suggest that the equity market timing has not significantly negative effect to the firms' capital structure which used IPO 2001 and 2002 that are listed in BEI, and the effect of equity market timing to the firms' capital structure are not persistent that the negative effect of equity market timing to the firms' capital structure disappear within third years after IPO.

Keywords: equity market timing, capital structure, asset tangibility, size, profitability

1. PENDAHULUAN

Perkembangan dunia bisnis yang semakin pesat telah menciptakan persaingan ketat antar perusahaan. Setiap perusahaan akan menghadapi banyak tantangan dalam menghadapi persaingan, salah satunya berkaitan dengan masalah pendanaan. Dana yang tersedia di perusahaan diperoleh baik dari sumber internal (laba ditahan) maupun sumber eksternal (utang dan atau penerbitan saham).

Struktur modal perusahaan berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri. Tujuan dari kebijakan struktur modal adalah untuk memperoleh kombinasi sumber dana yang akan meminimalkan biaya modal.

Studi tentang struktur modal berfokus pada dua teori: *trade-off theory* dan *pecking-order theory*. Pandangan baru pada masalah struktur modal yaitu *equity market timing theory*, yaitu perusahaan-perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali *equity* pada saat *market value* rendah (Baker dan Wurgler, 2002). Tujuan dari melakukan *equity market timing* adalah untuk memanfaatkan fluktuasi sementara biaya ekuitas terhadap biaya komponen modal lainnya.

Baker dan Wurgler (2002) membangun suatu model variabel yaitu *external finance weighted-average market-to-book ratio* (EFWAMB). Variabel ini digunakan untuk melihat usaha dari suatu perusahaan dalam melakukan *equity market timing*. Kayhnan & Titman (2007) dan Russel & Hung (2008) memisahkan variabel EFWAMB menjadi dua komponen yaitu *yearly timing* (YT) dan *long-term timing* (LT) untuk mengukur *equity market timing*.

Perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002 di Bursa Efek Indonesia (BEI) diambil sebagai sampel dalam penelitian ini karena dua alasan. Pertama, *book value of equity* pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002 mengalami perubahan yang menunjukkan adanya *issue equity*. Kedua, penelitian ini menguji persistensi dari pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal selama 10 tahun, sehingga mengambil sampel perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002.

Penelitian mengenai pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal menunjukkan hasil yang berbeda. Baker dan Wurgler (2002) menyatakan bahwa pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal adalah *persistent* yaitu lebih dari 10 tahun. Dikuatkan oleh Huang dan Ritter (2005) yang menjelaskan bahwa pengaruh *market timing* terhadap struktur modal adalah *persistent*. Berbeda dengan penelitian Russel dan Hung (2013) bahwa pengaruh *market timing* terhadap struktur modal adalah tidak *persistent* yaitu tidak tampak pada tahun ketiga setelah IPO.

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan sebelumnya maka masalah yang diangkat dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *equity market timing* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia?
2. Apakah pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia *persistent*?

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur modal adalah berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri. Tujuan dari kebijakan struktur modal adalah untuk memperoleh kombinasi sumber dana yang akan meminimalkan biaya modal. Struktur modal yang ditargetkan adalah bauran atau perpaduan dari utang, saham preferen, dan saham biasa yang dikehendaki perusahaan dalam struktur modalnya. Brigham dan Houston (1998:502) menyatakan bahwa struktur modal dapat diprosikan dengan *leverage* keuangan. *Leverage* keuangan merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa besar sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan.

Studi tentang struktur modal berfokus pada dua teori: *trade-off theory* (Modigliani dan Miller, 1963) dan *pecking-order theory* (Myers dan Majluf, 1984). Menurut *Trade-off theory*, perusahaan akan berutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan utang sama dengan biaya kesulitan keuangan (Modigliani dan Miller, 1963). *Pecking-order theory* menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan dana internal karena merupakan bentuk pembiayaan termurah, ketika dana internal tidak memadai, mereka lebih memilih pembiayaan utang dan pembiayaan ekuitas digunakan hanya sebagai upaya terakhir (Myers dan Majluf, 1984).

Struktur modal adalah hasil kumulatif dari usaha melakukan *equity market timing* di masa lalu (Baker dan Wurgler, 2002). *Equity market timing theory* menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value tinggi* dan akan membeli kembali *equity* pada saat *market value rendah*. Tujuan dari melakukan *equity market timing* adalah untuk memanfaatkan fluktuasi sementara yang terjadi pada biaya ekuitas terhadap biaya komponen modal lainnya. Akibatnya, fluktuasi harga saham mempengaruhi struktur

modal. Hal ini menunjukkan bahwa *equity market timing* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Baker dan Wurgler (2002) pertama kali meneliti mengenai implikasi jangka panjang *market timing* pada keputusan struktur modal, dengan menggunakan variabel kontrol *asset tangibility*, *profitability*, dan *firm size*. Mereka meneliti kecenderungan manajer untuk melakukan *time the equity markets* dengan menggunakan *market-to-book ratio* (M/B) dan *historical market-to-book ratio* (*external finance weighted average market-to-book ratio*, EFWAMB) sebagai ukuran dari *market timing*. Hasil penelitiannya adalah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dan fluktuasi harga pasar memiliki pengaruh yang besar pada struktur modal setidaknya selama satu dekade.

Kayhan dan Titman (2007) meneliti mengenai *firms' histories and their capital structure* dengan menggunakan sampel perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar selama periode 1960 sampai 2003. Mereka memperbaiki ukuran *market timing* dengan memisahkan EFWAMB pada penelitian Baker dan Wurgler (2002) menjadi dua bagian, yaitu: *yearly timing* (YT) dan *long-term timing* (LT). *Yearly timing* (YT) digunakan untuk mengukur derajat *mispicing* saham, sedangkan *long-term timing* (LT) adalah peluang pertumbuhan yang tercermin dalam harga saham. Mereka menemukan bahwa pengaruh *market timing* terhadap struktur modal adalah *persistent*.

Lee *et.al* (2012) meneliti tentang *capital structure timing in markets with different characteristics* pada perusahaan UK dan Jepang selama periode 1985 sampai 2001. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengaruh *market timing* terhadap *leverage* pada perusahaan UK tidak signifikan, sedangkan pada perusahaan Jepang pengaruhnya signifikan. Pengaruh *market timing* terhadap *leverage* pada perusahaan Jepang *persistent* selama bertahun-tahun.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Russel dan Hung (2013), dengan memisahkan ukuran EFWAMB menjadi dua komponen, yaitu: YT dan LT seperti penelitian yang dilakukan oleh Kayhan dan Titman (2007). Russel dan Hung meneliti mengenai pengaruh *market timing* terhadap struktur modal dengan menggunakan sampel pada perusahaan yang terdaftar di Cina selama periode 1992 sampai 2007. Hasil dari penelitiannya adalah YT tidak memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *leverage* pada tahun ketiga melakukan IPO, yang berarti pengaruh *market timing* tidak *persistent*, sedangkan LT menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap *leverage*.

Russel dan Hung (2013) menyatakan bahwa perusahaan akan menerbitkan ekuitas ketika *market-to-book ratio* tinggi karena akan mendapatkan pendapatan yang lebih tinggi dibandingkan jika menerbitkan ekuitas pada saat nilai *market-to-book ratio* rendah, sehingga pemenuhan kebutuhan modal melalui utang yang dihitung dengan rasio *leverage* akan menurun. Hal ini menunjukkan hubungan antara *equity market timing* yang diprosikan dengan *market-to-book ratio* memiliki arah yang negatif dengan *leverage*. Dalam penelitian tersebut, Russel dan Hung menemukan bahwa pengaruh *market timing* terhadap struktur modal adalah tidak tampak dalam tahun ketiga setelah IPO. Hal tersebut membuktikan bahwa *equity market timing* mempunyai pengaruh negatif yang tidak *persistent* pada struktur modal perusahaan.

Berdasarkan landasan teori dan penelitian sebelumnya dapat disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1₁: *Equity Market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia.

H1₂: *Equity Market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia secara tidak *persistent*.

3. METODE PENELITIAN

A. Metode Seleksi dan Pengumpulan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002 di BEI, dimana seluruhnya berjumlah 52 perusahaan. Namun dalam penelitian ini, dari 52 perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002 hanya 30 perusahaan yang diambil sebagai sampel penelitian. Sampel penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Metode tersebut digunakan untuk memperoleh batasan-batasan dan kesesuaian dengan tujuan penelitian ini. Batasan yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002 di BEI.
2. Perusahaan dalam sektor non keuangan.
3. Perusahaan yang memiliki data laporan keuangan lengkap tahun 2000 sampai 2012.
4. Perusahaan yang memiliki *financial deficit* positif, jika *financial deficit*-nya negatif diubah menjadi nol.

B. Pengukuran dan Definisi Operasional Variabel

Untuk memberikan gambaran yang jelas mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, maka definisi operasional dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Leverage (Lev)

Leverage (Lev) menunjukkan perbandingan total utang dengan jumlah total utang dan *market equity*. Semakin tinggi *leverage* perusahaan, berarti semakin tinggi tingkat utang yang digunakan perusahaan.

Leverage (Lev) diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$Lev_t = \frac{Total\ debt_t}{Total\ debt_t + Market\ equity_t} \dots\dots\dots (1)$$

2. Yearly timing (YT) dan long-term timing (LT)

Yearly timing (YT) digunakan untuk mengukur tingkat *mispriicing* saham. Perusahaan akan memanfaatkan *mispriicing* saham untuk menerbitkan *equity* ketika harga sahamnya relatif tinggi dan membeli kembali *equity* ketika harga sahamnya relatif rendah, sedangkan *long-term timing* (LT) menggambarkan peluang pertumbuhan. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi akan menjaga kemampuannya untuk berinvestasi dengan menggunakan tingkat utang yang rendah, karena perusahaan ingin mencadangkan kapasitas pinjamannya untuk masa depan. *Yearly timing* (YT) dan *long-term timing* (LT) diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$YT_{t-1} = c\hat{o}v(FD, M / B) \dots\dots\dots (2)$$

$$LT_{t-1} = \overline{M / B} * \overline{FD} \dots\dots\dots (3)$$

3. Asset Tangibility (PPE)

Asset tangibility (PPE) merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Semakin tinggi rasio *asset*

tangibility, maka semakin tinggi leverage yang dimiliki perusahaan dan sebaliknya. Asset tangibility (PPE) diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$PPE_{t-1} = \frac{\text{Fixed Assets}_{t-1}}{\text{Total assets}_{t-1}} \dots\dots\dots (4)$$

4. Ukuran Perusahaan (Size)

Ukuran perusahaan (size) menunjukkan besar atau kecilnya kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi leverage yang dimiliki oleh perusahaan dan sebaliknya. Ukuran perusahaan (size) diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$Size_{t-1} = \log (\text{Sales}_{t-1}) \dots\dots\dots (5)$$

5. Profitabilitas (BEP)

Profitabilitas (BEP) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak dengan menggunakan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin efektif dan efisien pengelolaan seluruh aktiva yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak, dengan demikian semakin kecil penggunaan utang untuk membiayai kebutuhan pendanaan. Profitabilitas (BEP) diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$BEP_{t-1} = \frac{\text{EBIT}_{t-1}}{\text{Total assets}_{t-1}} \dots\dots\dots (6)$$

C. Metode Analisis Data

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis linier berganda (*multiple regression*) dengan program SPSS (*Statistical Product and Service Solution*). Analisis regresi ini digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih dan menunjukkan hubungan antara variabel *independent* dengan variabel *dependent*. Penelitian ini menggunakan model analisis regresi yang digunakan pada penelitian Russel dan Hung (2013), yang dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$Lev_t = a + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 LT_{t-1} + \beta_3 PPE_{t-1} + \beta_4 BEP_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \epsilon_t \dots\dots\dots (7)$$

5. HASIL DAN PEMBAHASAN

Perusahaan yang digunakan sebagai objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode IPO tahun 2001 dan 2002. Sampel ditentukan berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditentukan sebelumnya. Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, dari 52 perusahaan yang melakukan IPO ternyata ada 22 perusahaan yang dianggap tidak memenuhi kriteria untuk dapat menjadi sampel dalam perhitungan.

Tabel 1
Prosedur Pemilihan Sampel

Data Awal	52
Tidak Sesuai Kriteria	(22)
Jumlah Sampel	30

Sumber: BEI

Berdasarkan hasil regresi yang ditampilkan pada tabel 2 menunjukkan bahwa selama periode penelitian, pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal hanya tampak pada dua tahun setelah IPO, yaitu IPO+1, dan IPO+2. Hal ini menunjukkan bahwa *equity market timing* tidak mempunyai pengaruh yang *persistent* terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002.

Tabel 2
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	IPO+1	IPO+2	IPO+3	IPO+4	IPO+5	IPO+6	IPO+7	IPO+8	IPO+9	IPO+10
Constant	-0,314	0,042	0,152	0,069	0,006	0,004	0,402	0,220	0,248	0,172
YT	0,268	0,758*	0,809*	0,018	0,460	0,904*	0,367	0,381	0,201	-0,008
LT	-0,113*	-0,235*	-0,294	-0,092	-0,193	-0,422	-0,158	-0,060	-0,206	0,022
PPE	0,112	-0,319*	-0,379	0,158	-0,183	0,176	-0,202	-0,144	-0,059	-0,052
SIZE	0,119	0,098	0,092	0,079	0,106	0,085	0,008	0,049	0,066	0,070
BEP	-0,250	-0,448	-0,679	-0,512	-0,187	-0,232	0,067	-0,106	-0,337	-0,252
Adjusted R Square	0,308	0,544	-0,372	-0,069	-0,043	0,180	0,010	-0,106	0,087	-0,121
N	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30

Berdasarkan tabel 2 menunjukkan bahwa pengaruh negatif yang signifikan variabel LT terhadap *leverage* tampak pada IPO+1 dan IPO+2, sedangkan pengaruh negatif yang signifikan variabel YT tidak tampak pada IPO+1 sampai dengan IPO+10. Pengaruh negatif variabel LT terhadap *leverage* lebih konsisten daripada pengaruh negatif variabel YT terhadap *leverage*. Hal ini berarti bahwa variabel LT merupakan proksi *equity market timing* yang lebih baik daripada variabel YT.

Asset tangibility dan profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap *leverage* selama periode penelitian, namun pada IPO+1, IPO+4, IPO+6, dan IPO+10 *asset tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*, sedangkan *size* berpengaruh positif terhadap *leverage* selama periode penelitian. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa perusahaan yang mempunyai rasio PPE tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut juga mempunyai *leverage* yang tinggi pula. Perusahaan yang memiliki ukuran besar, akan memiliki tingkat utang yang semakin tinggi pula, namun perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan memiliki *leverage* yang rendah, karena perusahaan lebih memilih untuk membiayai dengan dana internal daripada utang.

6. KESIMPULAN

Pengaruh *Equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002 hanya tampak pada dua tahun setelah IPO, yaitu IPO+1 dan IPO+2. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh *Equity market timing* terhadap struktur modal adalah tidak *persistent*. Pada saat IPO+1 dan IPO+2 struktur modal perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002 yang tercatat di BEI sesuai dengan *equity market timing theory*. Pada tahun tersebut perusahaan merespon harga pasar saham yang terlalu tinggi (rendah) dengan cara menerbitkan (membeli kembali) saham. Penelitian ini sejalan

dengan penelitian yang dilakukan oleh Russel dan Hung pada tahun 2013 yang menyatakan bahwa pengaruh *equity market timing* terhadap *leverage* adalah tidak *persistent* yang ditunjukkan pada pengaruh negatif variabel YT dan LT tidak tampak pada tahun ketiga setelah IPO. Perusahaan yang melakukan IPO tahun 2001 dan 2002 yang tercatat di BEI cenderung menggunakan dana internal untuk membiayai aktiva perusahaan, ditunjukkan dengan pengaruh negatif BEP terhadap *leverage* selama periode penelitian. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka pembiayaan aktiva perusahaan semakin menggunakan dana internal yaitu laba ditahan.

DAFTAR REFERENSI

- Asquith, P dan Mullins. 1986. *Equity Issues and Offering Dilution*. Journal of Financial Economics, 15:61-89.
- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2002. *Market Timing and Capital structure*. Journal of Finance, Volume 57:1-32.
- Bie T. De. dan Leo De Haan. 2007. *Market Timing dan Capital Structure: Evidence for Dutch Firms*. De Economist, 155:183-206.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. Eight Edition. Orlando: Dryden Press.
- Brigham, Eugene F. dan Michael C. Ehrhardt. 2005. *Financial Management: Theory and Practice*. 11th Edition. Cengage Learning
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8, Jakarta: Salemba Empat.
- Copeland, E. Thomas. dan Fred Weston. 1992. *Managerial Finance*. Ninth Edition. Orlando: The Dryden Press.
- Ghazali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan SPSS*. Edisi Ketiga. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Hakim, Abdul. 2000. *Statistik Induktif*. Yogyakarta: Penerbit BPPE Yogyakarta.
- Husnan dan Pudjastuti. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 6. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Kayhan, A. dan Titman,S. 2007. *Firms'Histories and Their Capital Structure*. Journal of Finance 60:2575-2619.
- Lee, et.al. 2012. *Capital Structure Timing In Markets With Different Characteristics*. The International Journal of Business and Finance Research, Volume 6:53-66.
- Lind, et.al. 2007. *Teknik-Teknik Statistika dalam Bisnis dan Ekonomi*. Jilid 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Lind, et.al. 2007. *Teknik-Teknik Statistika dalam Bisnis dan Ekonomi*. Jilid 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Martono, dan D. Agus Harjito. 2005. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: EKONOSIA
- Mahajan, Arvind, and Tartaroglu, Semih. 2008. *Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidence*. Journal of Banking and Finance 32: 754-766.
- Megginson, William L. 1997. *Corporate Finance Theory*. USA: Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Modigliani, Franco dan Merton H. Miller.1963. *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, American Economic Review 53: 433-443.
- Myers, S. C. dan Majluf, N. S. 1984. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics13: 187-221.

Nidya Fahima

Sri Maemunah Soeharto

Chorry Sulistyowati

- Rajan, R. and Zingales, L. 1995. *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*. *Journal of Finance* 50:1421-1460.
- Ross, et.al. 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Edisi 8. Jilid 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Russel, Philip S dan Ken Hung. 2008. *Does Market Timing Affect Capital Strucrure?: Evidence for Chinese Firms*. Working Paper.
- Saad, Meiyanne D. Permata dan Helson Siagian. 2011. *Sentimen Investor, Kendala Keuangan, dan Equity Market Timing*. *Finance and Banking Journal*, Volume 13:1-15.
- Setyawan, Ignatius Rony. 2011. *An Empirical Studt on Market Timing Theory of Capital Structure*. *International Research Journal of Business Studies*, volume 4:113-119.
- Sudana, I Made. 2011. *Manajemen Keuangan*. Surabaya: Penerbit Erlangga.
- Weston, J. Fred dan Copeland. 1999. *Manajemen Keuangan*. Jilid 2. Terjemahan oleh Jaka Wasana dan Krisbandono. Jakarta: Kina Rupa Aksara.