

BAB II

TINJAUAN LITERATUR

2.1 LANDASAN TEORI

2.1.1. Teori Struktur Kapital

Struktur kapital merupakan campuran relatif antara hutang dengan sekuritas modal dalam struktur pendanaan perusahaan jangka panjang. Dua pertanyaan yang mendasar tentang struktur modal adalah (1) apakah struktur kapital sangat berperan terhadap kenaikan atau penurunan nilai sekuritas perusahaan. Dan, (2) jika struktur modal berpengaruh, faktor apakah yang mempengaruhi campuran optimal antara hutang dan modal yang dapat memaksimalkan nilai *market* perusahaan dan meminimalisasi biaya kapital dari perusahaan tersebut?

Modigliani dan Miller (1958) merupakan perintis dalam mencetuskan teori dan mendemonstrasikan secara aljabar pengaruh dari struktur kapital terhadap nilai perusahaan. Dengan asumsi pasar kapital yang sempurna, mereka menyebutkan teori yang telah banyak dikenal, yaitu teori "*capital structure irrelevance*" yang memiliki arti bahwa struktur kapital yang dipilih perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan tersebut. Sejak saat itu, banyak peneliti, termasuk Modigliani dan Miller, meninjau kembali pengaruh kurangnya *restrictive assumption* dalam hubungan antara struktur kapital dan nilai perusahaan. Sebagai contoh, Modigliani dan Miller (1963) menggunakan pengenaan pajak sebagai pertimbangan dan mereka menyarankan untuk menggunakan hutang kapital sebanyak mungkin untuk mencapai struktur kapital yang optimal.

2.1.1.1 M&M Model

Dalam artikelnya di tahun 1958, Modigliani dan Miller (M&M) menyatakan tentang "definisi operasional dari pembiayaan modal dan teori yang

berjalan dalam investasi” dimana akan secara eksplisit menerima ketidakpastian dan akan menjadi dasar dari prinsip maksimisasi nilai pasar.

Hasil penelitian tersebut kemudian dikenal dengan M&M model. Asumsi yang mereka gunakan adalah:

- 1) Semua aset fisik dimiliki oleh perusahaan
- 2) Tidak ada pajak perusahaan dan personal dalam pasar kapital
- 3) Perusahaan hanya dapat mengeluarkan 2 tipe sekuritas. Ekuitas beresiko dan hutang bebas resiko
- 4) Individu dan perusahaan dapat meminjam atau meminjamkan pada tingkat bunga bebas resiko
- 5) Investor memiliki ekspektasi yang seragam tentang ekspektasi keuntungan perusahaan
- 6) Tidak ada pertumbuhan arus kas
- 7) Semua perusahaan dapat diklasifikasikan dalam satu kelas yang sama

Kunci dari model tersebut adalah pada asumsi ke 7, dimana dinyatakan perusahaan pada kelas resiko yang sama memiliki ekspektasi pengembalian dan probabilitas distribusi ekspektasi pengembalian yang sama, dan dapat menjadi substitusi yang sempurna antara yang satu dengan lainnya.

Pada proposisi I model M&M dinyatakan bahwa nilai pasar perusahaan tidak bergantung pada struktur kapitalnya dan nilai pasar tersebut dihasilkan dari kapitalisasi ekspektasi pengembaliannya pada tingkat ρ yang sesuai dengan kelas resikonya. Nilai keseluruhan pasar perusahaan didasarkan oleh nilai pasar saham dan hutang perusahaan. Proposisi I dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{NOI_j}{\rho k} \dots\dots\dots(2.1)$$

Dimana:

- V_j : nilai total perusahaan j di pasar
 S_j : nilai saham perusahaan j di pasar
 D_j : nilai hutang perusahaan j di pasar
 NOI : net operating income (pendapatan operasi)
 ρ_k : tingkat resiko di kelas k

M&M membuktikan proposisi I ini dengan arbitrase. Arbitrase dapat menghasilkan keuntungan yang tak terhingga sehingga terbentuklah hukum satu harga, dimana barang yang sama harus dijual seharga biaya transaksi satu sama lainnya dalam dua pasar yang berbeda, terjadi dalam pasar yang baik. Arbitrase dapat terjadi jika nilai pasar kombinasi hutang dan ekuitas dalam perusahaan yang memiliki hutang berbeda dari perusahaan yang keseluruhannya berdasarkan ekuitas.

Proposisi I ini kemudian diikuti oleh proposisi II, proposisi II ini menyatakan bahwa ekspektasi nilai perusahaan yang *levered* sama dengan tingkat kapitalisasi k_0 untuk kelas perusahaan yang seluruhnya berdasarkan ekuitas, ditambah premium yang berhubungan resiko finansial yang sama dengan rasio *debt to equity* dikali dengan perbedaan antara k_0 dan k_d , suku bunga. Pernyataan berikut dijelaskan dengan fungsi:

$$K_e = k_0 + \frac{D}{E} (k_0 - k_d) \dots \dots \dots (2.2)$$

Dimana:

- k_e : imbal hasil ekuitas
 k_0 : imbal hasil pada perusahaan yang seluruh pendanaannya berasal dari ekuitas
 k_d : biaya ekuitas
 D/E : *debt to equity ratio*

Jika proposisi I diterima maka proposisi II juga harus diterima, karena kedua hal tersebut berhubungan tautologikal. Jika struktur kapital tidak relevan, seperti yang dinyatakan pada proporsi I, proporsi II menyatakan bahwa tingkat pengembalian pada ekuitas atau *levered* harus sama pada nilai total pasar perusahaan -dan untuk semua biaya kapital konstan- karena adanya substitusi hutang dan ekuitas di dalam struktur kapital perusahaan.

Hal penting dalam prosedur valuasi adalah nilai ekonomi diturunkan dari keuntungan operasi yang dihasilkan aset perusahaan. Fundamental valuasi ini tidak dapat dinaikan atau diturunkan dengan membongkar-pasang kepemilikan dalam arus kas terhadap hutang dan ekuitas. Nilai perusahaan diturunkan dari investasi perusahaan dan operasional, bukan dari keputusan pasar finansial.

2.1.1.2 Teori *Agency cost*

Menurut Harris dan Raviv (1991) struktur kapital yang optimal adalah berdasarkan keseimbangan antara keuntungan dan biaya dari pendanaan hutang. Keuntungan utama dari pendanaan hutang adalah fakta yang menunjukkan bahwa pembayaran bunga yang dapat mengurangi penghitungan pajak pendapatan. Pengurangan pajak ini membuat perusahaan untuk membayar pajak yang lebih rendah dari yang seharusnya, ketika menggunakan hutang kapital daripada menggunakan kapital sendiri. Biaya dari hutang dapat dilihat dari dua aspek yang berbeda. Pertama, adanya penambahan probabilitas bahwa perusahaan tidak mendapatkan kesepakatan dengan hutang obligasinya (pembayaran hutang bunga), sehingga menambah kemungkinan kebangkrutan. Kedua, adanya *agency cost* dari pihak pemberi hutang untuk memonitor dan mengontrol keputusan perusahaan. Adanya biaya tambahan yang dikenakan pada struktur kapital ketika manager mencari lebih banyak informasi tentang prospek masa depan perusahaan daripada yang dilakukan oleh investor.

Pengaruh pajak terhadap struktur kapital telah diinvestigasi sebagai determinan dari struktur kapital. Namun selain aspek pajak ada juga pendekatan yang merupakan determinan dari struktur kapital. Pendekatan yang menilai

bahwa tingkat hutang merupakan determinasi dari perspektif *asymmetric information* dan *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi eksistensi masalah *agency*, yang muncul ketika adanya konflik antara manager dan pemegang saham atau antara pemegang saham dan pemberi hutang.

Manager perusahaan merupakan agen dari pemilik perusahaan tersebut. Namun manager kebanyakan lebih tertarik untuk memenuhi target mereka yang mungkin berbeda dari memaksimalkan nilai perusahaan yang mana memaksimalkan keuntungan dari pemilik perusahaan. Walaupun, manager mendapat kewenangan untuk mengelola perusahaan. Pemilik perusahaan perlu untuk melakukan monitor dan kontrol, seperti supervisi oleh pihak yang independen, kegiatan monitor dan kontrol ini memerlukan biaya yang tidak sedikit, oleh karena itu disebut *agency cost*. Cara yang dapat mungkin digunakan adalah penggunaan hutang kapital yang mana dapat menambah nilai perusahaan. Hutang akan menekan manager untuk menghasilkan dan mengeluarkan dana tunai, hal ini dikarenakan adanya pembayaran bunga hutang. Pembayaran bunga hutang akan mengurangi *cashflow* yang ada. Oleh karena itu, penggunaan hutang dapat dipandang sebagai cara yang cerdas untuk mengurangi *agency cost*. Dalam kasus ini, struktur kapital yang optimal diperoleh dari keseimbangan antara biaya dari hutang dan keuntungan dari hutang, perusahaan akan memilih hutang untuk mengurangi *agency cost*.

Untuk menilai *agency cost* dari sudut pandang pemberi hutang, kita harus menganalisis hubungan antara peminjam dan penerima hutang. Ketika peminjam menyediakan dana pinjaman untuk sebuah perusahaan, maka suku bunga yang dikenakan berdasarkan penilaian pemberi pinjaman terhadap resiko perusahaan tersebut. Hal ini menciptakan insentif bagi perusahaan untuk meningkatkan resiko tanpa meningkatkan biaya hutang. *Agency cost* hutang akan muncul jika adanya resiko *default*. Setelah mendapatkan pinjaman, dengan tingkat bunga yang sama dengan tingkat bunga bank atau melalui penjualan obligasi, perusahaan dapat meningkatkan risiko. Manajer memiliki kemungkinan untuk melakukan transfer nilai perusahaan dari kreditor ke pemegang sahamnya. Sebagai contoh, para manajer dapat meminjam lagi dan mengeluarkan dana untuk membayar

saham atau investasi dalam proyek-proyek yang memiliki resiko lebih tinggi. Untuk menghindari situasi ini pemberi hutang melakukan teknik pemantauan dan pengawasan tertentu pada peminjam. Pemberi pinjaman biasanya melindungi diri dengan mengenakan ketentuan perjanjian yang melarang manajemen perusahaan untuk merubah resiko bisnis atau resiko keuangan secara signifikan. Namun, jika tidak ada perjanjian perlindungan yang diterima oleh perusahaan, kreditor mungkin akan menghendaki tingkat pengembalian yang tinggi. Struktur kapital yang optimal perusahaan akan dibentuk dengan tingkat tertentu di mana manfaat hutang dapat diterima oleh pemegang saham diimbangi dengan biaya hutang yang dikenakan oleh pemberi pinjaman.

2.1.1.3 Teori Pecking Order

Gagasan tentang *assymetric information* dalam menentukan struktur modal yang optimal diungkapkan oleh Myers (1984) dan Majluf dan Myers (1984). Ketika Myers (1984) mengeluarkan *Pecking Order Hypothesis of Corporate Leverage*, model ini berdasarkan 4 observasi dan asumsi tentang perilaku hierarki keputusan finansial perusahaan:

- 1) *Dividend policy* kaku. Manager berusaha untuk mempertahankan pembayaran deviden yang konstan, dan tidak akan menambah atau mengurangi deviden yang merupakan respon dari fluktuasi keuntungan saat ini.
- 2) Perusahaan pendanaan internal dari pada pendanaan eksternal
- 3) Jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal, maka akan memilih sekuritas yang paling aman terdahulu
- 4) Jika perusahaan butuh pendanaan eksternal, maka akan berjalannya sekuritas *pecking order*, mulai dari hutang yang paling aman, lalu hutang beresiko, *convertible securities*, *preferred stock*, dan terakhir *common stock* sebagai *last resort*.

Model ini berfokus kepada manager perusahaan daripada prinsip valuasi kapital pasar.

Serta, Myers dan Majluf (1984) mengasumsikan bahwa manager membuat keputusan dengan tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang ada. Oleh karena itu, mereka menghindari penerbitan saham *undervalued* kecuali nilai transfer dari pemegang saham lama ke pemegang saham baru lebih besar dari offset oleh *net present value* dari *growth opportunity*. Oleh karena itu, pengumuman penerbitan saham baru secara langsung diinterpretasikan sebagai sinyal negatif, dalam arti bahwa investor saat ini memiliki saham *overvalued*. Sinyal negatif ini menghasilkan penurunan harga saham. Maka dari itu, beberapa perusahaan cenderung mengikuti pola pembiayaan *pecking order*. Teori *pecking order* menunjukkan bahwa pada awalnya perusahaan akan menggunakan dana internal, dimana tidak ada *assymetry information*, selanjutnya mereka akan menggunakan pinjaman kapital jika diperlukan dana tambahan dan akhirnya mereka baru akan mengeluarkan saham baru untuk menutupi masalah kapital yang tersisa. Beberapa peneliti telah menguji efek dari keuntungan pada *leverage* perusahaan. Kester (1986) dan Friend dan Lang (1988) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang negatif signifikan antara profitabilitas dan rasio hutang atau aset. Rajan dan Zingales (1995) dan Wald (1999) menemukan hubungan yang negatif signifikan antara profitabilitas dan rasio hutang / aset untuk Amerika Serikat, Inggris dan Jepang.

Gagasan tentang *assymetry information* juga digunakan untuk mengkombinasikan *growth opportunity* perusahaan dengan struktur kapitalnya. Pertumbuhan menyebabkan variasi dalam nilai dari perusahaan. Variasi yang lebih besar dari nilai perusahaan yang sering diinterpretasikan sebagai resiko yang lebih besar. Itulah mengapa sebuah perusahaan yang memiliki banyak *growth opportunities* akan dianggap memiliki resiko lebih tinggi dan akan menghadapi kesulitan dalam meningkatkan hutang kapital dengan kondisi tertentu. Dengan demikian, perusahaan tersebut akan menggunakan hutang yang lebih sedikit dalam struktur kapitalnya. Di lain sisi, arus kas dari perusahaan yang memiliki nilai paling mungkin untuk tetap stabil di masa yang akan datang dapat dibiayai

dengan hutang lebih mudah daripada perusahaan dengan pertumbuhan potensial yang tinggi. Myers (1977) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan cenderung memiliki *leverage* yang lebih rendah.

2.1.2. Karakteristik Perusahaan yang Mempengaruhi Struktur Kapital

Penelitian yang dilakukan Titman dan Wessels (1988) tentang struktur modal yang menyimpulkan bahwa faktor yang menentukan proporsi hutang dan ekuitas pada perusahaan adalah struktur aset, *growth*, *size*, *volatility* pendapatan perusahaan *profitability*, klasifikasi industri, *non-debt tax shields*, *operating leverage*, dan keunikan bisnisnya. Sedangkan variabel lain yang dipakai dalam penelitian tersebut adalah *agency cost*, kontrol, dan kebijakan dividen.

Eriotis, Vasiliou dan Neokosmidi (2007) meneliti bagaimana karakteristik perusahaan mempengaruhi struktur modal di perusahaan tersebut. Hipotesa yang diuji dalam penelitian tersebut adalah rasio utang pada waktu t terhadap pada ukuran perusahaan pada waktu t , pertumbuhan perusahaan pada waktu t , *quick ratio* dan *interest coverage ratio* nya pada waktu t . Pada perusahaan yang menjaga rasio utang di atas 50 persen dibedakan dengan menggunakan variabel *dummy*.

Dalam penelitian ini, penulis akan meneliti faktor spesifik yang menentukan struktur modal pada perusahaan di Indonesia. Penulis meneliti pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal perusahaan. Karakteristik yang dimaksud dalam karakteristik perusahaan dalam penelitian ini sesuai dengan penelitian Eriotis, Vasiliou dan Neokosmidi (2007) akan dijelaskan dibawah ini.

2.1.2.1. Size

Beberapa peneliti berpendapat bahwa *leverage ratios* memiliki kemungkinan berhubungan dengan ukuran perusahaan. Warner (1977) dan Ang, Chua, dan McConnell (1982) memberikan bukti bahwa biaya kepailitan langsung terlihat pada proporsi yang lebih besar pada nilai perusahaan ketika terjadi penurunan nilai perusahaan tersebut. Perusahaan besar juga relatif cenderung

lebih terdiversifikasi dan kurang rentan terhadap kepailitan. Argumen ini menunjukkan bahwa perusahaan besar seharusnya memiliki *leverage* yang lebih tinggi.

Biaya penerbitan saham dan hutang juga terkait dengan ukuran perusahaan. Menurut Smith (1977), Khususnya pada perusahaan kecil membayar lebih mahal daripada perusahaan besar untuk mengeluarkan ekuitas dan juga lebih sulit dalam mengeluarkan hutang jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan kecil mungkin akan memiliki *leveraged* lebih besar daripada perusahaan yang lebih besar dan lebih memilih untuk meminjam hutang jangka pendek (melalui pinjaman bank). Hal ini disebabkan lebih rendahnya biaya tetap yang terkait dengan alternatif ini.

Dalam penelitian ini penulis menggunakan *proxy* besarnya perusahaan dengan penjualan. Semakin tinggi pendapatan penjualan perusahaan didapat, maka semakin besar perusahaan tersebut.

2.1.2.2. Liquidity

Penelitian ini memasukkan hutang jangka pendek kita pada variable *dependentnya*. Dengan demikian, diharapkan adanya pengaruh yang kuat antara hutang jangka pendek dengan rasio hutangnya. Hutang jangka pendek meliputi indikasi dari likuiditas perusahaan yang kuat. Penelitian ini menggunakan *quick* atau *acid test ratio*. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menutup kewajiban jangka pendeknya dan mengukur likuiditas yang kuat. penulis berharap bahwa akan hubungan negatif antara rasio utang dari perusahaan dan likuiditas karena perusahaan dengan likuiditas yang tinggi dapat menghasilkan pemasukan kas yang tinggi dan menggunakan kelebihan pemasukan kas tersebut untuk mendanai kegiatan operasi dan investasi. Sehingga, perusahaan tersebut menggunakan lebih sedikit hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki likuiditas yang rendah. Dengan demikian jika hubungan negatif terbukti, maka ada implikasi keuangan perusahaan melakukan pembiayaan mengikuti pola yang diterapkan teori *pecking order*.

2.1.2.3. Interest Coverage Ratio

Variabel lainnya adalah *interest coverage ratio* yang diekspresikan sebagai pendapatan bersih sebelum pajak dibagi dengan pembayaran bunga. Harris dan Raviv (1990) mengemukakan bahwa adanya pengaruh yang negative hubungan antara *leverage* dengan *interest coverage ratio*. Mereka menyatakan bahwa peningkatan hutang menghasilkan kemungkinan *default* yang lebih tinggi. Dengan asumsi bahwa *interest coverage ratio* adalah pengukuran probabilitas *default*, ini mengimplikasikan bahwa *interest coverage ratio* yang lebih tinggi mengindikasikan rasio hutang yang lebih rendah.

2.1.2.4. Growth

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) berhubungan positif apabila biaya emisi saham lebih besar dibandingkan biaya penerbitan surat utang. Hal ini dikarenakan perusahaan menganggap adanya keraguan emiten untuk menerbitkan saham baru yang disebabkan oleh adanya informasi asimetrik dan biaya penerbitan saham maka akan lebih mungkin perusahaan menggunakan utang (Pangeran, 2004). Perusahaan yang tingkat pertumbuhannya pesat cenderung menggunakan utang daripada ekuitas (seperti yang dikutip oleh Pangeran, 2004, dalam Brigham dan Gapenski, 1996)

Pada penelitian ini penulis meneliti apakah ada hubungan antara *growth* perusahaan dan struktur modal. Penelitian ini menggunakan proxy pengukuran *growth* dengan perubahan pada pendapatan tahunan.

2.2 PENELITIAN –PENELITIAN SEBELUMNYA

2.2.1 Bagaimana Karakteristik Perusahaan Mempengaruhi Struktur

Kapital: Studi Empiris oleh Eriotis, N. Vasiliou, D dan Ventoura, Z. (2007)

Jurnal ini meneliti bagaimana karakteristik perusahaan mempengaruhi struktur modal di perusahaan tersebut. Penelitian tersebut menggunakan prosedur

panel data dengan sampel dari 129 perusahaan Yunani yang tercantum di Bursa Efek Athena selama 1997-2001.

Model yang digunakan dalam analisa ini adalah sebagai berikut:

$$DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 LIQ_{i,t} + \beta_3 INCOV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 DUMMY DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3.3)$$

Dimana:

$DR_{i,t}$: *debt ratio* perusahaan i pada waktu t

$SIZE_{i,t}$: ukuran perusahaan i pada waktu t

$LIQ_{i,t}$: *quick ratio* perusahaan i pada waktu t

$INCOV_{i,t}$: *interest coverage ratio* perusahaan i pada waktu t

$GROWTH_{i,t}$: persentase perubahan pendapatan perusahaan i pada waktu t-1

$DUMMY DR_{i,t}$: *dummy variable* untuk $DR_{i,t}$ lebih dari 50%

$\varepsilon_{i,t}$: eror

Hasil yang didapat dalam penelitian ini adalah pembuktian bahwa adanya hubungan negatif antara *debt ratio* perusahaan dengan *growth* mereka, *quick ratio* mereka dan *interest coverage ratio* mereka. *Size* perusahaan tersebut terlihat berhubungan positif dan sesuai dengan *dummy variable* adanya perbedaan struktur kapital diantara perusahaan dengan *debt ratio* lebih dari 50% dan *debt ratio* kurang dari 50%. Hasil ini sesuai konsisten dengan teorinya.

2.2.2 Penentu Pemilihan Struktur Kapital oleh Titman, S and Wessels, R. (1988)

Penelitian ini menganalisa penjelasan teori terdahulu tentang struktur kapital yang optimal. Penelitian ini memperpanjang pekerjaan empiris teori struktur kapital menjadi 3 cara. Pertama, menilai seluas apakah teori struktur kapital ini, hal mana yang belum dianalisa secara empiris. Kedua, sejak teori ini memiliki implikasi empiris yang berbeda dalam hal perbedaan tipe instrumen hutang, penulis menganalisa ukuran hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan hutang *convertible* dari pada mengukur total hutang. Ketiga, penelitian ini menggunakan teknik analisa faktor yang memperkecil masalah pengukuran yang ditemukan ketika bekerja dengan *proxy variable*.

Terdapat 8 variabel pengukuran pembiayaan hutang dalam penelitian ini, yaitu struktur aset, *growth*, *size*, *volatility* pendapatan perusahaan *profitability*, klasifikasi industri, *non-debt tax shields*, *operating leverage*, dan keunikan bisnisnya. Variabel tersebut dianalisa pada periode waktu 1974 hingga 1982. Semua data didapat dari *U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, "Employment and Earnings" publication*.

Model yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\chi = \Lambda \epsilon + \delta \dots \dots \dots (3.4)$$

dimana,

χ : $q \times 1$ *vector* dari indikator observasi

ϵ : $m \times 1$ *vector* dari atribut yang tidak terobservasi

Λ : $q \times m$ matriks regresi koefisien dari χ terhadap ϵ

δ : eror

model ini memiliki 15 indikator dari 8 atribut dimana, χ adalah 15×1 dan Λ adalah 15×8 .

$$\chi = \Gamma \epsilon + \epsilon \dots \dots \dots (3.5)$$

dimana,

χ : $q \times 1$ *vector* dari debt ratio

Γ : $m \times 1$ *vector* dari *factor loadings*

ϵ : $p \times 1$ *vector* dari *disturbance term*

ε : eror

model ini diestimasi berdasarkan $2 \times 3 \times 1$ *vector* hutang yang terpisah:: hutang jangka pendek, jangka panjang dan hutang *convertible* yang diskalakan berdasarkan *book value* dan *market value of equity*.

Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa tingkat hutang berhubungan negatif terhadap keunikan bisnis perusahaan. Juga mengindikasikan bahwa biaya transaksi merupakan faktor penting dalam pemilihan struktur kapital. Rasio hutang jangka pendek terlihat berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan, hal ini mungkin merefleksikan relatif tingginya biaya transaksi pada perusahaan kecil hadapi ketika mengeluarkan instrumen pembiayaan jangka panjang. Hal lain yang berhubungan dengan pentingnya biaya transaksi adalah hubungan negatif antara pengukuran *profitability* masa lalu dan tingkat hutang saat ini yang disebut dengan *market value of equity*.

Namun, hasil penelitian ini tidak mendukung pengaruh debt ratio dengan non-debt tax shields, volatility, collateral value atau future growth. Namun pendapat penulis penelitian ini mengapa tidak dapat memprediksi pengaruh tersebut dikarenakan indikator yang digunakan dalam penelitian ini tidak cukup kuat merefleksikan sifat atribut yang disarankan oleh teori. Jika adanya hubungan yang lebih kuat menghubungkan antara variabel indikator dan atribut yang relevan dapat terbentuk, maka metode yang disarankan dalam penelitian dapat digunakan lebih tepat dalam menjelaskan teori struktur kapital yang optimal.

2.2.3 Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Kondisi Pasar terhadap *Financial Structure* Perusahaan pada *Consumer Goods Industry* di Bursa Efek Jakarta oleh Marianty, F (2000)

Penelitian ini meneliti karakteristik-karakteristik perusahaan dan pasar yang dapat mempengaruhi *financial structure* suatu perusahaan selama periode 2000 sampai dengan tahun 2004, dimana karakteristik perusahaan tersebut meliputi *investment opportunities*, *profitability*, *size*, dan *tangibility*. Adapun tujuan dari penelitian ini adalah melihat apakah *investment opportunities*, *profitability*, *size*, dan *tangibility*, dan kondisi pasar pada saat *bullish* (dan juga *bearish*) mempengaruhi *financial structure*.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$DR = \alpha + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tangibility_{i,t} + \beta_5 DUMMY_{i,t} + \beta_6 DIO_{i,t} + \beta_7 DROA_{i,t} + \beta_8 DSize_{i,t} + \beta_9 DTangibility_{i,t} + \varepsilon_i, \dots \dots (3.6)$$

Dimana,

DR : Debt Ratio

IO : Investment Opportunities

ROA : Rasio Profitabilitas Perusahaan

Size : Besaran perusahaan

Tangibility : Tangible Assets to Total Assets Ratio

DIO : Dummy Investment Opportunities

DROA : Dummy Rasio Profitabilitas Perusahaan

Dsize : Dummy besaran perusahaan

DTangibility : Dummy Tangibility

d : dummy variabel yang menyatakan kondisi pasar d=1, jika kondisi *bullish*; d=0, jika kondisi pasar dalam keadaan *bearish*

α : konstanta

β : koefisien

ε : eror

Hasil penelitian didapati bahwa *profitability* dan *tangibility* berpengaruh signifikan negatif terhadap *financial structure* perusahaan. Sedangkan, *investment opportunities*, *size*, dan kondisi pasar tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *financial structure* perusahaan.

