

BAB 2

LANDASAN TEORI

Struktur modal didefinisikan sebagai kombinasi spesifik antara hutang dan ekuitas yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan perusahaan. Ada beberapa teori yang digunakan dalam analisis struktur modal.

2.1 Teori Struktur Modal

2.1.1 Teori struktur keuangan

Teori keuangan dimulai pada tahun 1952 yang mengaitkan nilai perusahaan dengan struktur keuangan, yaitu

Extreme position 1 = independences hypothesis (NOI Theory)

Menurut teori ini *cost of capital*, K_o , dan harga saham, P_o , keduanya independen terhadap terhadap *leverage* pendanaan perusahaan. Sehingga berapapun tingkatan *leverage* suatu perusahaan tidak akan mempengaruhi harga saham. Oleh karenanya *cost of capital* tidak dipengaruhi oleh *leverage* perusahaan. *Financial leverage* mengakibatkan meningkatnya *cost of common equity* yang mengakibatkan efek positif peningkatan dividen, oleh karenanya *financial leverage* dapat diabaikan karena tidak mengubah nilai perusahaan di mata investor.

Extreme position 2 = dependences hypothesis (NI Theory)

Menurut teori ini *cost of capital*, K_o , dan harga saham, P_o , keduanya dipengaruhi oleh *financial leverage* perusahaan dan *cost of debt* lebih murah daripada *cost of equity*, sehingga semakin besar komposisi utang, harga saham semakin tinggi. Oleh karena itu untuk mendapatkan komposisi optimal dipilih 100% pendanaan melalui utang karena harga saham mencapai titik tertinggi.

Moderate position = corporate income is taxed and firms may fail

Setelah mempelajari posisi ekstrim di atas maka dapat kita lihat aplikasinya pada dunia nyata. Pada posisi ekstrim pertama yang mengatakan bahwa *financial leverage* tidak mempengaruhi nilai perusahaan tidak bisa diterima karena *financial leverage* merubah nilai perusahaan. Sedangkan pada posisi kedua yang mengatakan bahwa *financial leverage* terbaik menacapai 100%, juga tidak dapat diterima karena dalam dunia nyata tidak ada perusahaan yang mencapai nilai *financial leverage* hingga 100%.

Sehingga dengan demikian pada *moderate position* ini dapat dilihat bagaimana nilai perusahaan terbentuk dari *financial leverage*. Teori ini mengatakan bahwa terdapat suatu *optimal range of financial leverage* yang ketika perusahaan mencapai titik tersebut maka perusahaan akan mencapai *cost of capital* terendah dan nilai perusahaan tertinggi.

Menurut teori ini keuntungan dari berhutang adalah *tax shield*, yang terjadi karena ketika perusahaan berhutang maka wajib membayar *interest expense* yang akan menjadi akun yang mengurangi jumlah pajak yang harus dibayarkan. Oleh karenanya *tax shield* memiliki nilai pasar karena mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan. Untuk menghindari adanya kesimpulan tentang penggunaan 100% utang maka diperhitungkan pula biaya utang atau *financial distress* yang disebut juga *cost of bankruptcy* yang menyebabkan perusahaan perusahaan tidak dapat mencapai keuntungan optimal dari penggunaan 100% utang. *Cost of bankruptcy* meliputi biaya langsung berupa biaya hukum dan administrasi likuidasi perusahaan termasuk di dalamnya biaya reorganisasi serta biaya tidak langsung yang meliputi :

- Ketidakmampuan dalam mengambil kesempatan investasi yang menguntungkan
- Hilangnya *financial flexibility*

- Biaya reorganisasi perusahaan yang harus dilikuidasi
- Biaya yang timbul dari adanya konflik pihak ketiga
- Penurunan penjualan karena hilangnya kepercayaan pelanggan dan *stakeholder*

2.1.2 Teori Modigliani Miller (M&M) (1958)

Teori ini menyatakan bahwa struktur modal *irrelevance* atau tidak mempengaruhi *cost of capital*, Brealey (2007), menggunakan sebuah *pie* sebagai analog dari perusahaan, bahwa *total size pie* tidak akan berubah meski terjadi perubahan proporsi antara hutang dan modal. Teori ini dimulai dengan membuat beberapa asumsi yang memungkinkan berlakunya *perfect capital market* :

1. Tidak adanya biaya transaksi, termasuk biaya kebangkrutan dan pajak baik pajak perorangan maupun pajak *corporate*
2. Perusahaan hanya dapat *issue* dua tipe sekuritas, yaitu *risky equity* dan *risk free debt*
3. Seluruh *physical assets* dimiliki oleh perusahaan
4. Baik perusahaan atau individu dapat meminjam maupun memberi pinjaman pada *risk free rate*
5. Investor memiliki ekspektasi yang homogen tentang keuntungan perusahaan di masa depan
6. Tidak ada pertumbuhan, sehingga *cash flow* merupakan *perpetuitas*
7. Tidak terdapat *asymmetric information* sehingga semua informasi tersedia di pasar dan dapat diakses oleh seluruh pelaku pasar.
8. Pasar persaingan sempurna, sehingga tidak ada halangan masuk ke pasar, serta tidak ada regulasi pemerintah yang menghalangi pasar

9. seluruh perusahaan dapat dilasifikasikan dalam satu dari beberapa “*equivalent return classes*” misalnya apakah *return* saham seluruh perusahaan proporsional atau berkorelasi sempurna, seluruh perusahaan dalam kelas.

Kunci dari model ini terletak pada asumsi nomor sembilan di atas, yaitu ketika saham seluruh perusahaan dalam satu kelas risiko memiliki *expected return* dan *probability distribution of expected return* yang sama.

Terdapat dua preposisi dalam teori ini:

Preposisi I menyatakan “*the market value value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate of ρ appropriate to its risk class.*”

Atau dengan kata lain bahwa nilai perusahaan dalam hal ini harga saham, tidak dipengaruhi oleh perubahan proporsi permodalan. Terdapat persamaan berikut, Megginson (1997):

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{NOI_j}{\rho_k}, \quad \dots\dots\dots(2.1)$$

Untuk semua perusahaan j di kelas k

dimana :

V_j = *total value of outstanding securities*

S_j = *value of firm’s equity*

D_j = *value of firm’s debt*

NOI_j = *net operating income*

Preposisi 2 menyatakan “*if expected return on the firm’s assets is the constant ρ , then the required return on levered equity must increase directly on levered equity must increase directly and linearly as risk-free debt is added to the firm’s capital structure.*”

Atau dengan kata lain bahwa *required return* pada perusahaan yang menggunakan hutang harus membuat total nilai pasar perusahaan tidak berubah,

dan penggunaan hutang sebagai pengganti saham akan tetap membuat *cost of capital* cenderung konstant. Terdapat persamaan berikut, Megginson (1997) :

$$K_j = \rho_c + \frac{(\rho_c - r) D_j}{S_j} \dots\dots\dots(2.2)$$

dimana :

- K_j = *expected return*
- ρ_c = *capitalization rate*
- D_j = *value of firm's debt*
- S_j = *value of firm's equity*

Preposisi tersebut dapat dijelaskan dengan menggunakan argumentasi *arbitrage* dan *homemade leverage* .Kelemahan teori ini tidak dapat menjelaskan pengaruh pajak terhadap *leverage* perusahaan, disamping itu kesimpulan dari teori ini yang tidak relevan dengan dunia nyata yaitu penggunaan 100% debt untuk mengoptimalkan *capital structure* perusahaan.

Pada tahun 1977, Miller menjelaskan fakta tentang perusahaan di Amerika yang menggunakan 30%-40% *leverage*, kecuali pada masa resesi, dengan fakta bahwa *corporate tax rate* bervariasi 0-50% antara tahun 1913 sampai 1950. Hal ini tidak sejalan dengan M&M teori yang menganjurkan penggunaan hutang semaksimal mungkin. Sehingga Miller berusaha memformulasikan pajak sebagai salah satu variabel, dijelaskan oleh Megginson (1997):

$$G_L = [1 - (1 - \tau_c)(1 - \tau_{ps}) / (1 - \tau_p)] D_L \dots\dots\dots(2.3)$$

Dimana :

G_L = *gain from using leverage*

T_c = *tax rate on corporate profits*

T_{ps} = personal tax rate on income from stock (capital gain and dividend)

T_{pd} = personal tax rate on income from debt (interest income)

D_L = market value of a firm's outstanding debt

Dari formula diatas dapat diketahui, pada saat tidak terdapat pajak, maka asumsi M&M teori ($T_c = 0, T_{pd} = 0, T_{ps} = 0$). Pada saat hanya terdapat *corporate income tax* ($T_c > 0, T_{pd} = 0, T_{ps} = 0$) maka *optimal leverage* yang diperoleh 100%. Sedangkan pada saat *personal tax on interest income* cenderung tinggi sedangkan *personal tax on equity income* cenderung rendah maka keuntungan *corporate leverage* akan turun dan di *off set*, hingga tidak lagi terdapat keuntungan dari penggunaan hutang

2.1.3 Pecking Order Theory

Teori ini diperkenalkan oleh Steward Myers pada 1984, menjelaskan fenomena bagaimana perusahaan menetapkan struktur modal yang diungkapkan oleh Gordon donalson.

1. Perusahaan lebih senang menggunakan pendanaan internal sebagai sumber pendanaan
2. Perusahaan menetapkan target rasio pembayaran dividen berdasarkan kesempatan investasi di masa depan dan *cash flow* yang akan diperoleh.
3. Dividen bersifat "*sticky*", perusahaan tidak menyukai menaikkan dividen kecuali mereka yakin akan terdapat peningkatan arus kas secara berkelanjutan sehingga terus dapat meningkatkan dividen di masa depan Perusahaan juga enggan menurunkan pembayaran dividen, kecuali memang terjadi hal yang mengharuskan penurunan dividen yang dibayarkan.

4. Jika perusahaan memiliki dana internal untuk membiayai investasi maka apabila terjadi kelebihan dana akan diinvestasikan dalam modal investasi seperti kepada sekuritas, membeli saham, atau mengakuisisi perusahaan lain. Namun apabila jumlah dana internal lebih kecil dari pengeluaran maka perusahaan akan mendapatkannya dari portofolio sekuritas baru mencari sumber eksternal. Pendanaan eksternal yang dipilih adalah dari penerbitan utang, *convertible bonds*, baru kemudian saham.

Teori ini berdasarkan atas empat asumsi *corporate financial behaviour*, Megginson (1997):

1. Kebijakan dividen bersifat “*sticky*”, manajer berusaha mempertahankan dividen per lembar saham yang dibayarkan tetap stabil. Manajer tidak akan mengambil risiko menaikkan atau menurunkan dividen sebagai respon terhadap kenaikan atau penurunan profit yang bersifat sementara.
2. Perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal (laba ditahan dan depresiasi), daripada pendanaan eksternal.
3. Jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih yang paling aman.
4. Jika perusahaan membutuhkan lebih banyak pendanaan eksternal maka akan memilih sesuai *pecking order*, yaitu yang paling aman terlebih dahulu dilanjutkan dengan hutang yang lebih berisiko, *convertible securities*, *preffered stock*, baru *common stock* sebagai pilihan terakhir.

Dari teori ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, apabila harus menggunakan pendanaan eksternal maka akan dipilih yang paling aman terlebih dahulu, *equity* sebagai pilihan terakhir. Penyebabnya adalah *assymetric information* yang dapat menimbulkan *adverse selection*.

Teori ini lebih berfokus pada motivasi manajer yang melandasi pemilihan pendanaan yang digunakan perusahaan daripada prinsip valuasi dalam pasar modal.

Teori ini ditolak oleh *modern economist* karena tindakan yang irrasional dan dapat mengurangi nilai perusahaan. Teori ini juga masih mengasumsikan adanya pasar yang tidak sempurna dengan masih adanya informasi yang asimetris dan manajer yang tidak sensitif terhadap valuasi pasar saham, sehingga tidak mencerminkan pasar modal yang telah modern yang tidak lagi terhambat oleh adanya informasi yang tidak sempurna. Sebagai tanggapan Myers dan Majluf (1984) membuat dua asumsi tentang perilaku manajer:

1. Manajer dalam perusahaan lebih mengetahui mengenai laba ditahan dan kesempatan investasi daripada investor
2. Manajer bertindak demi kepentingan pemegang saham

Asumsi ini penting untuk menjelaskan tindakan manajer sehingga tidak lagi bersifat irrasional. Dari asumsi pertama disimpulkan bahwa ketika manajer mengetahui suatu kesempatan investasi yang bernilai NPV positif maka ia tidak akan memberitahu investor luar karena dianggap sebagai *interest party* yang berkepentingan menaikkan nilai perusahaan sehingga tidak akan dipercaya oleh investor. Adanya informasi asimetris ini yang menyebabkan investor akan menurunkan nilai perusahaan dan hanya membeli saham ketika dijual dengan harga *discount* yang besar dari harga *equilibrium*. Dalam beberapa kasus, manajer akan menolak investai dengan NPV positif jika harus mengeluarkan saham baru yang akan banyak menguntungkan pemegang saham baru namun mengorbankan pemegang saham lama.

Dari asumsi kedua disimpulkan, bahwa manajer akan menyimpan *financial slack* untuk digunakan membiayai investasi yang memiliki NPV positif.

Kelemahan dari teori adalah tidak mampu menjelaskan pengaruh pajak, biaya kebangkrutan, *security issuance costs*, dan *individual firm's investment opportunity set*, yang mempengaruhi rasio hutang perusahaan. Teori ini juga mengabaikan kemungkinan terjadinya *agency problem* sebagai akibat akumulasi *financial slack*, yang akan dapat menimbulkan dua masalah :

1. Manajer menjadi kurang disiplin dan kurang bijak dalam penggunaan sumber daya
2. Manajer akan cenderung menjadi *risk averse* dalam mencari proyek dan kesempatan investasi yang menguntungkan.

Terdapat dua kemungkinan bentuk *Pecking order theory* (Chirinko dan Singha, 2000), yaitu

1. *strong form*

Dalam bentuk kuat, perusahaan tidak akan pernah menerbitkan saham, hanya menggunakan pembiayaan internal dan *debt*.

2. *semi strong form* atau *weak form*

Dalam bentuk ini memungkinkan penerbitan saham dalam pada level tertentu.

Teori *pecking order* tidak menutup kemungkinan penerbitan saham baru, yang dapat terjadi pada dua situasi spesifik, yang tidak bertentangan dengan teori ini.

- 1 *when the firm needs a financial fund for future events not yet forecasted* (Myers, 1984, Myers and Majluf, 1984, Shyam-Sunder and Myers, 1999, Frank and Goyal, 2003a).
- 2 *when the information asymmetry ceases for some reason temporarily to exist, permitting the firm to take advantage of this and to issue new stock at a fair price* (Myers, 1984).

Kesimpulannya teori ini tidak menetapkan suatu *optimal leverage* tetapi lebih mempertimbangkan tingkat *assymetric information* dan pengaruh *financial slack*. Sehingga melalui teori ini dapat disimpulkan pengaruh beberapa variabel terhadap *leverage*.

Tabel 2.1 Pengaruh variabel terhadap leverage dalam *Pecking order theory*

Variabel	<i>leverage</i>
<i>SIZE</i>	—
<i>GROWTH</i>	+
<i>DIV</i>	+
<i>ROA</i>	—

sumber: analisis penulis

Analisis dari tabel diatas, yaitu Semakin besar laba perusahaan maka semakin besar *retained earning*, sehingga akan mengurangi *leverage*. Semakin besar perusahaan maka *assymetric information* akan semakin besar maka akan mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan hutang. sedangkan semakin tinggi jumlah dividen maka akan membutuhkan dana eksternal untuk menggantikan dana yang hilang, dan hutang yang diprioritaskan. Pertumbuhan akan meningkatkan kebutuhan perusahaan terhadap hutang untuk menunjang kebutuhan modal.

2.1.4 Teori *Static Trade Off*

Trade off model menyatakan bahwa perusahaan dalam menentukan struktur modalnya akan memperhatikan *trade off* antara benefit penggunaan hutang berupa *tax shield* dan mengurangi *agency cost* dari pemegang saham, namun dapat menimbulkan masalah dengan adanya *bankruptcy cost* dan *agency cost*. perusahaan membuat *predetermined capital structure* yang dijadikan pedoman dalam pemilihan struktur modal tiap waktu. Terdapat titik optimal yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan yaitu etika titik tersebut dapat dicapai ketika

marginal value dari *benefit* dari menerbitkan *debt* dapat meng-*offset* peningkatan *present value* dari biaya yang timbul akibat menerbitkan *debt* (Myers, 2001).

Dalam model ini perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang disesuaikan secara perlahan. Penyesuaian *debt* dilakukan dengan membandingkan *actual level* atau *debt ratio* pada periode sebelumnya dengan *predetermined target debt level*. Penyesuaian dilakukan hanya sebagian saja karena adanya *market imperfections* seperti biaya transaksi (Marsh, 1982), *adjustment costs constraints* (Jalilvand dan Harris, 1984).

Jika perusahaan melebihi target rasio hutang maka nilai perusahaan tidak optimal karena *financial distress* dan *agency costs* melebihi manfaat yang didapat perusahaan dari menerbitkan hutang. Perusahaan yang memiliki rasio hutang di bawah target yang telah ditetapkan masih dapat meningkatkan nilai dari perusahaan karena *marginal value* dari manfaat hutang masih lebih besar daripada biaya yang ditimbulkan dari penggunaan hutang. Oleh karena itu, diharapkan perusahaan tersebut mempunyai level hutang yang lebih rendah dari target level agar perusahaan tersebut meningkatkan hutang yang bisa meningkatkan nilai perusahaan. Pertimbangan biaya dan manfaat dari hutang membuat perusahaan yang berada di bawah target rasio hutang meningkatkan hutang dan perusahaan yang melebihi target akan mengurangi hutangnya, meskipun kecepatan dalam melakukan penyesuaian berbeda-beda antara perusahaan yang satu dengan perusahaan yang lainnya (Durinck, Laveren, Van Hulle and Vandenbroucke, 1998).

Teori ini menjelaskan mengapa 100% *debt* dalam M&M teori bukan merupakan *optimal leverage*, karena selain *tax deductible*, *debt* akan menimbulkan *financial distress* yang akan memicu adanya *bankruptcy cost* dan *agency cost*.

Keuntungan penggunaan *debt* selain berupa *tax shield*, adalah berupa pengurangan *agency problem* dengan pemegang saham. Terdapat dua konsep

yang melandasi penggunaan hutang sebagai peredam masalah keagenan oleh Jensen dan Meckling (1976) dijelaskan oleh Cynthia A Utama (2002) , yaitu :

1. Penggunaan hutang akan memperkecil penerbitan saham, sehingga proporsi saham terhadap hutang dalam struktur modal perusahaan akan semakin kecil. Hutang akan dipilih jika *agency cost* penerbitan saham lebih besar daripada peningkatan proporsi kepemilikan pemegang saham.
2. Penggunaan hutang akan mencegah manajer menggunakan *free cash flow* secara berlebihan bagi kepentingan pribadinya karena:
 - a) Perusahaan harus membayar bunga pinjaman, konsep ini disebut *control hypothesis*
 - b) Kekurangan arus kas akan menyebabkan gagal bayar sehingga pemegang obligasi akan menyita aset perusahaan dan manajer kehilangan pekerjaannya. Konsep ini disebut *threat hypothesis*

Hal ini yang dikenal dengan *Bonding Mechanis*, yang menunjukkan niat baik manajer kepada pemegang saham. Oleh karenanya penggunaan *leverage* mendapat respon positif dari pemegang saham, karena akan memberikan implikasi positif yaitu:

1. Hutang dapat meningkatkan kinerja manajer akibat kekhawatiran atas kelangsungan perusahaan.
2. Tindakan manajer akan dikendalikan oleh pasar modal karena jika pemegang obligasi menilai kompetensi manajer negatif, maka mereka akan meminta pembayaran bunga lebih besar atau *covenant* lebih banyak.

Namun penggunaan hutang akan mengurangi *financial flexibility* perusahaan karena kewajiban membayar bunga akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk membiayai kegiatan investasi operasinya. Dengan kehilangan *financial*

flexibility dapat mengurangi kesempatan perusahaan untuk berinvestasi pada proyek yang dapat meningkatkan *corporate value*.

Teori ini dapat dijelaskan dengan beberapa keadaan berikut:

1. *Corporate income taxes*
2. *Personal taxes on investment income (dividen, capital gain, interest)*
3. *Deadweight cost of bankruptcy and financial distress*
4. *Agency problem and cost between manager, stockholder, and bondholder*
5. *contracting cost associated writing and enforcing financial agreement*
6. *assets characteristic, earning volatility, and firm's opportunity set*
7. *ownership sructure and corporate control*

persamaan yang digunakan dalam teori ini adalah sebagai berikut, Megginson (1997) :

$$V_L = V_u + PV \text{ Tax shield} - PV \text{ bankruptcy cost} + PV \text{ agency costs} \dots\dots\dots(2.4)$$

outside of equity - PV Agency cost outside debt

dimana :

V_L : *value of levered firm*

V_u : *value of unlevered firm*

Kesimpulannya, teori ini menetapkan suatu target rasio hutang, serta mempertimbangkan biaya hutang berupa *financial distress*, *bankruptcy cost*, dan *agency cost*. Sehingga dari teori ini dapat diketahui hubungan *leverage* dengan beberapa variabel, yang terdapat dalam tabel berikut.

Tabel 2.2 Pengaruh variabel terhadap *leverage* dalam *Trade off Theory*

Variabel	<i>leverage</i>
<i>SIZE</i>	+
<i>GROWTH</i>	-
<i>ROA</i>	+

sumber: analisis penulis

Analisis dari tabel diatas yaitu, semakin besar ukuran perusahaan akan lebih untuk mendapatkan hutang dalam jumlah yang lebih besar dengan *cost of debt* yang lebih rendah, sedangkan semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka makin rendah *cost of debt* karena resiko kebangkrutan yang lebih kecil, sehingga *leverage* akan semakin tinggi. Sedangkan pertumbuhan yang tinggi berkorelasi dengan resiko kebangkrutan yang tinggi.

2.1.5 Signaling Theory

Pada awal 1970 *Ross*, membangun *signaling teori* berdasarkan adanya *asymmetric information* antara *well-informed manager* dan *poor-informed stockholder*.

Teori ini berdasarkan pemikiran bahwa manajer akan mengumumkan kepada investor ketika mendapat informasi yang baik, bertujuan menaikkan nilai perusahaan, namun investor tidak akan mempercayai informasi tersebut, karena manajer merupakan *interest party*. Solusinya, perusahaan bernilai tinggi akan berusaha melakukan *signaling* pada *financial policy* mereka yang memakan biaya besar sehingga tidak dapat ditiru oleh perusahaan yang memiliki nilai lebih rendah.

Signal adalah proses yang memakan biaya berupa *deadweight cost* yang bertujuan untuk meyakinkan investor tentang nilai perusahaan. *Signal* yang baik adalah yang tidak dapat ditiru oleh perusahaan lain yang memiliki nilai lebih rendah, karena faktor biaya. Salah satu contoh yang diberikan *Ross* (1977) adalah tingkatan *leverage* perusahaan, yaitu perusahaan besar akan membuat insentif yang mendorong mereka mengambil *leverage* tinggi. Hal ini tidak akan dapat

diikuti oleh perusahaan yang lebih kecil, karena mereka akan lebih rentan mengalami kebangkrutan. Hal ini menciptakan *separating equilibrium* yaitu dimana perusahaan yang memiliki nilai perusahaan lebih tinggi akan menggunakan lebih banyak hutang dan perusahaan yang memiliki nilai perusahaan lebih rendah akan menggunakan lebih banyak *equity*.

Teori ini mengungkapkan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah dengan mengobservasi struktur permodalannya serta menandai valuasi tinggi untuk perusahaan yang *highly levered*. *Equilibrium* stabil karena perusahaan bernilai rendah tidak dapat meniru perusahaan yang lebih tinggi.

Kelebihan teori ini adalah kemampuan dalam menjelaskan mengapa terjadi peningkatan harga saham sebagai tanggapan terhadap peningkatan *financial leverage*. Kelemahan dari model ini adalah ketidakmampuan dalam menjelaskan hubungan berkebalikan antara profitabilitas dan *leverage*. Kelemahan lain adalah tidak dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan dan nilai *intangible assets* tinggi harus menggunakan lebih banyak hutang daripada perusahaan yang *mature* (*tangible assets* tinggi) yang tidak menggunakan hutang, akan tetapi dalam teori diperlukan untuk mengurangi efek dari ketidaksimetrisan informasi.