

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. LANDASAN TEORI

##### 1. *Initial Public Offering* (IPO)

Penawaran umum perdana (IPO) adalah proses melalui mana perusahaan swasta menerbitkan saham kepada publik untuk pertama kalinya. Dapat disebut juga "go public", IPO mengubah bisnis dari entitas yang dimiliki dan dioperasikan secara pribadi menjadi yang dimiliki oleh pemegang saham publik. Menurut (Tandelilin, 2010) *Initial Public Offering* didefinisikan penjualan sekuritas oleh perusahaan yang dilakukan pertama kali. IPO dilakukan dengan cara distribusi saham utama (Penawaran Umum Perdana atau penerbitan primer), distribusi sekunder (Penawaran Umum Sekunder atau penerbitan sekunder), atau kombinasi dari dua emisi (Penawaran Campuran). Penawaran Umum Perdana mensyaratkan penerbitan saham baru dengan operasi penambahan modal, dengan dana masuk baru ke perusahaan dan peningkatan basis pemegang saham.

## 2. Struktur Modal

Dalam dunia sempurna Modigliani dan Miller (1958) tanpa gesekan seperti transaksi biaya dan pajak, struktur modal tidak relevan dan menawarkan dua proposisi.

Proposisi pertama terkait dengan leverage, arbitrase dan nilai perusahaan. Sementara proposisi kedua terkait dengan leverage, risiko dan biaya modal. Struktur modal adalah target konstan perdebatan di antara para intelektual di bidang keuangan. Itu teori klasik Modigliani dan Miller (1958) mendemonstrasikan penyimpangan ini tentang keberadaan dari struktur modal yang besar. Pada dasarnya dilihat dari aspek statik, tanpa memeriksa berubah seiring waktu.

Salah satu usulannya sehubungan dengan kebijakan investasi, adalah bahwa pemegang saham akan mencari momen terbaik untuk mengambil keputusan dan mencari peluang investasi jika mampu memenuhi ekspektasi kenaikannya. Struktur modal dapat diartikan sebagai kombinasi atau proporsi pendanaan jangka panjang permanen yang dapat terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan ekuitas saham biasa.

Struktur modal dapat ditentukan oleh perusahaan baik dari jumlah hutang yang lebih besar atau yang lebih sedikit (Abor, 2007). Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan saham *risk* dan *return* sehingga memaksimalkan nilai saham (Margaretha, 2005).

### 3. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal

#### a. *Market To Book Ratio*

Menurut Gitman (2009) *Market to Book Ratio (MBR)* merupakan rasio perbandingan antara harga pasar per lembar saham dibandingkan dengan nilai buku perusahaan. Menurut Pontiff dan Schall (1998), dalam penelitiannya *market to book ratio* mampu memperkirakan pengaruh antara nilai buku dengan stock return, serta menentukan apakah investor akan mendapatkan *capital gain* (keuntungan) atau *capital loss* (kerugian) atas investasi saham yang telah dipilihnya. Selain itu, *market to book ratio* juga digunakan dalam perusahaan untuk menghitung stock return secara *cross sectional*, serta menampilkan bahwa pendapatan dividen dan laba sebagai variabel yang independent (Fama dan French, 1995). *Market to Book Ratio (MBR)* merupakan cerminan apresiasi atau penilaian investor terhadap nilai buku sebuah perusahaan melalui harga saham. *Market to Book Ratio* yang berasal dari neraca memberikan informasi tentang nilai bersih sumber daya perusahaan. Semakin tinggi *market to book ratio*, maka semakin baik pula penilaian investor terhadap nilai buku perusahaan. *Market to book ratio* merupakan rasio perbandingan harga saham di pasar dengan nilai buku saham yang di gambarkan di Neraca

(Harahap, 2002:311). *Market to book ratio* adalah nilai pasar ekuitas perusahaan dibagi dengan nilai buku dari ekuitasnya.

Nilai pasar ekuitas perusahaan diperoleh dengan cara mengkalikan harga pasar saham per lembar dikalikan dengan jumlah saham yang beredar. Nilai buku ekuitas diperoleh dari total ekuitas dikurangi dengan saham preferen yang ada di Laporan Posisi Keuangan. *Market to Book Ratio* (P/B) merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan antara nilai/harga pasar saham terhadap nilai buku perusahaan yang diperoleh dari selisih antara nilai aktiva yang dimiliki oleh perusahaan dengan nilai kewajiban.

b. Profitabilitas

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Perusahaan dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi akan menggunakan utang yang relatif kecil (Brigham & Houston, 1998:521).

Profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan (Brigham, 2001:89). Menurut Syafri, (2008) Rasio profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan di dalam mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan juga sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan lain-lain. Tujuan yang dicapai

suatu perusahaan yang terpenting adalah memperoleh laba atau keuntungan yang maksimal.

Untuk mengukur tingkat keuntungan suatu perusahaan, digunakan rasio keuntungan atau rasio profitabilitas yang dikenal juga dengan nama rasio rentabilitas. Rasio profitabilitas adalah rasio untuk mengukur tingkat efektifitas pengelolaan (manajemen) perusahaan yang ditunjukkan oleh jumlah keuntungan yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Intinya adalah penggunaan rasio ini menunjukkan efisiensi perusahaan.

c. Firm Size (Ukuran Perusahaan)

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, log size nilai pasar saham, jumlah karyawan, dan lain-lain. Pada dasarnya ukuran perusahaan hanya terbagi dalam tiga kategori, yaitu perusahaan besar (large firm), perusahaan menengah (medium size), dan perusahaan kecil (small firm).

Ukuran perusahaan adalah rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun. Dalam hal ini penjualan lebih besar daripada biaya variabel dan biaya tetap, maka akan diperoleh jumlah pendapatan sebelum pajak. Sebaliknya jika penjualan

lebih kecil daripada biaya variabel dan biaya tetap maka perusahaan akan menderita kerugian (Brigham dan Houston 2001).

Seperti banyaknya jumlah karyawan yang digunakan dalam perusahaan untuk melakukan aktivitas operasional perusahaan, jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan, total penjualan yang dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode, serta jumlah saham yang beredar.

Berdasarkan uraian tentang ukuran perusahaan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan merupakan suatu indikator yang dapat menunjukkan suatu kondisi atau karakteristik suatu organisasi atau perusahaan yang dapat digunakan untuk menentukan ukuran besar/kecilnya suatu perusahaan.

d. Tangibility

Asset tangibility merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa perusahaan yang semakin besar aktiva tetapnya akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan utang. *Asset tangibility* dapat dinyatakan sebagai perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva yang dimiliki perusahaan (Rajan dan Zingales, 1995), sedangkan Baker dan Wurgler (2002) mendefinisikan *asset tangibility* sebagai perbandingan antara *net plant, property, dan equipment* dengan total asset. *Tangible assets*

yang besar pada suatu perusahaan akan memiliki kesempatan menggunakan utang lebih banyak.

Kebanyakan perusahaan industri sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen yaitu modal sendiri, sedangkan hutang sifatnya hanya sebagai pelengkap. Menurut Rahmawati (2008), menemukan bahwa struktur aktiva yang meningkat akan membuat struktur modal meningkat juga.

## B. TEORI

### 1. *Trade Off*

Teori *trade off* menyatakan bahwa penggunaan hutang dalam pembiayaan struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan hingga titik optimal tertentu. Namun, penggunaan hutang setelah melampaui titik optimal akan menurunkan nilai perusahaan. Ini karena manfaat yang didapat dari penggunaan hutang tidak lagi sebanding dengan peningkatan biaya yang berkaitan dengan kesulitan keuangan dan konflik keagenan. Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki kredibilitas yang lebih besar.

Perusahaan yang lebih besar dapat mengurangi agensi mereka biaya karena mereka memiliki kontrol yang jelas atas disiplin manajer mereka dalam memenuhi kewajiban mereka kepada pemberi pinjaman atau pemegang saham. Manfaat yang ditimbulkan dari penurunan

biaya agensi ini membuat ukuran perusahaan yang lebih besar akan meningkatkan penerbitan hutang baru perusahaan (Brealey, et al, 2011).

## 2. *Pecking Order*

Teori *pecking order* secara resmi diusulkan dalam Myers (1984) dan Myers and Majluf (1984). Dalam kerangka teori Myers dan Majluf, investor bersedia membeli sekuritas berisiko hanya dengan diskon karena asimetri informasi antara manajer dan investor luar. Mengharapkan masalah ini, manajer lebih suka dana yang dihasilkan secara internal. Dana eksternal dikumpulkan hanya ketika dana internal tidak mencukupi. Ketika dana eksternal harus dinaikkan, perusahaan lebih memilih hutang, kemudian hutang konversi, dengan ekuitas eksternal dikeluarkan sebagai upaya terakhir. Meskipun asimetri informasi di Myers dan Majluf adalah salah satu alasan potensial, urutan kekuasaan standar dapat muncul karena alasan lain. Preferensi untuk hutang daripada ekuitas juga dapat didorong oleh optimisme manajerial (Lee (1997), Heaton (2002), dan Hackbarth (2003)). Pengusaha yang optimis tidak mau menerbitkan ekuitas eksternal, karena mereka pikir saham mereka dinilai rendah. Dalam teori struktur modal perusahaan dan keputusan pembiayaan, urutan kekuasaan pertama kali diusulkan oleh Donaldson pada tahun 1961 dan dimodifikasi oleh Myers dan Majluf.

Ini menyatakan bahwa perusahaan memprioritaskan sumber pembiayaan mereka (dari pembiayaan internal ke ekuitas) sesuai dengan prinsip usaha minimal, lebih memilih untuk meningkatkan ekuitas sebagai sarana pembiayaan dari upaya terakhir. Berdasarkan teori *pecking order*, rata-rata setiap kesalahan penilaian dikoreksi pada pengumuman penerbitan ekuitas. Jika ini benar, maka efek pengumuman yang bervariasi waktu dari penawaran ekuitas berpengalaman akan membantu menjelaskan kegiatan pendanaan yang bervariasi waktu.

### 3. *Equity Market Timing theory*

*Equity market timing theory* adalah teori yang diungkapkan oleh Baker dan Wurgler (2002), yang mengemukakan bahwa perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value tinggi* dan akan membeli kembali *equity* saat *market value rendah*. Semakin tinggi harga saham perusahaan, maka biaya modal saham perusahaan akan semakin kecil, begitu pula sebaliknya semakin rendah harga saham perusahaan maka semakin besar biaya modal saham perusahaan. Struktur modal adalah hasil kumulatif dari usaha melakukan *equity market timing* di masa lalu (Baker dan Wurgler, 2002). 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.

### C. KERANGKA BERFIKIR (HUBUNGAN ANTAR VARIABEL)

Disini kami mengidentifikasi ukuran untuk ekuitas dan waktu pasar hutang. Baker dan Wurgler (2002) menggunakan rasio pasar-ke-buku saat ini sebagai proksi untuk penentuan waktu pasar ekuitas. Rasio ini menunjukkan perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku perusahaan oleh karena itu, tingkat kesalahan harga perusahaan yang didefinisikan sebagai total nilai pasar dibagi dengan total aset. Namun, penggunaan variabel ini sebagai ukuran waktu pasar ekuitas tidak sepenuhnya sesuai untuk beberapa alasan. Pertama, rasio pasar terhadap buku mungkin mencerminkan tidak hanya kesalahan harga pasar tetapi juga peluang pertumbuhan dan investasi (Baker & Wurgler, 2002; Frank & Goyal, 2009). Variabel kunci yang diperlukan untuk menguji teori timing pasar adalah ukuran nilai relatif terhadap harga pada saat penerbitan sekuritas. Studi lain yang telah memeriksa waktu pasar telah bergantung pada pengembalian pasca masalah, aktivitas pasar, pengembalian penerbitan atau *rasio book-to-market* sebagai proksi untuk kesalahan harga.

Kami mengidentifikasi beberapa variabel kontrol umum yang ditunjukkan literatur dapat mempengaruhi struktur modal. Kami menggunakan ukuran perusahaan (Size) karena perusahaan besar, mengingat

bahwa mereka dihadapkan pada asimetri informasi yang kurang di pasar, dapat beralih dari menerbitkan hutang ke menerbitkan saham lebih cepat. Kami mengukur profitabilitas (Prof) karena perusahaan yang menguntungkan memiliki dana internal yang memadai dan karenanya tidak memerlukan pembiayaan eksternal, yang menghasilkan hubungan negatif antara leverage dan profitabilitas. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak dengan menggunakan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Selain itu, BEP berguna untuk membandingkan perusahaan dengan pajak dan tingkat *leverage* keuangan yang berbeda.

*Tangibility of assets* (Tang) menjelaskan kemampuan aset berwujud untuk mengurangi asimetri informasi. *Asset tangibility* menunjukkan seberapa besar jumlah aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio *asset tangibility* yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang besar untuk memberikan jaminan kepada kreditur. Karena tangibilitas mengurangi biaya penerbitan saham, studi empiris biasanya menemukan hubungan negatif antara tingkat utang dan aset berwujud.

Namun demikian, perusahaan juga dapat menggunakan aset berwujud sebagai jaminan untuk pinjaman, dan dengan demikian struktur modal dan tangibilitas mungkin terkait positif. Sejak itu beberapa peneliti telah

berkontribusi pada literatur yang berkembang tentang hubungan antara waktu pasar dan struktur modal keputusan, sehingga hasilnya sudah beragam.

Penelitian yang dilakukan oleh Mittoo dan Zhang (2006) dan Bie dan Haan (2007) meneliti waktu pasar dan pengaruhnya terhadap modal struktur berdasarkan sampel perusahaan Kanada dan Belanda masing-masing dengan menggunakan *EFWAMB* sebagai ukuran waktu pasar. Hasil mereka menunjukkan bahwa waktu pasar memang berdampak pada struktur modal, tetapi dampaknya tidak bertahan lama. Menurut Myers (2001), dalam sudut pandang *pecking order*, sebuah rasio hutang dari entitas bisnis akan menjadi rendah atau negatif ketika profitabilitas adalah tinggi, sehingga semakin tinggi profitabilitas, maka rasio hutang akan semakin rendah. Sedangkan dalam sudut pandang *trade off*, entitas bisnis yang memiliki profitabilitas yang tinggi, akan semakin memerlukan hutang dalam jumlah yang besar, guna memperoleh manfaat pajak.

Adanya penelitian yang dilakukan oleh Booth et al. (2001) telah melaporkan hubungan negatif antara tangibility dan leverage untuk perusahaan di Brazil, India, Pakistan, dan Turki yang dimana perusahaan-perusahaan dengan sedikit aset tangibility dapat memilih tingkat hutang yang lebih tinggi untuk menghentikan manajer menggunakan lebih dari tingkat optimal dari penghasilan tambahan. Penjelasan agensi ini menunjukkan hubungan negatif antara tangibility dan leverage.

Penelitian yang dilakukan oleh Brendea (2012), teori penentuan waktu pasar memprediksi rasio signifikan dari pasar variabel untuk memesan pada struktur modal sebagai tingkat pasar yang tinggi menunjukkan penilaian yang berlebihan dari harga saham dan menciptakan insentif untuk menerbitkan saham baru. Dengan demikian, kami mengharapkan hubungan negatif antara pasar dengan buku dan hutang perusahaan.

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 (2006) dalam Mahajan dan Tartaroglu (2008) yang menjelaskan bahwa pengaruh *market timing* terhadap struktur modal adalah *persistent*.

Penelitian yang dilakukan Hovakimian, Opler, dan Titman (2001) menemukan bahwa, sebuah entitas bisnis yang memiliki harga pasar saham yang tinggi (dibandingkan dengan harga pasar sebelumnya, nilai buku atau laba) akan cenderung untuk menerbitkan saham dibandingkan dengan utang dan membeli obligasinya dibandingkan dengan pembelian kembali sahamnya. Pendapat ini didukung oleh Baker dan Wurgler (2002) berpendapat bahwa, asumsi hipotesis dari pemilihan waktu pasar adalah berasal dari perilaku entitas bisnis yang umum, yaitu menerbitkan saham pada saat memiliki harga pasar yang tinggi, dan melakukan pembelian kembali saham yang diterbitkan pada saat memiliki harga pasar yang cukup rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Clayton dan Reisel (2013) juga menyatakan bahwa, rasio hutang yang optimal adalah rasio hutang yang terbentuk ketika batas manfaat dari setiap tambahan hutang adalah sama dengan batasan biayanya, ditambah dengan arus kas masa depan yang diharapkan dan peluang investasi yang potensial. Pada saat rasio hutang berada pada posisi optimal, entitas bisnis kemungkinan akan mengubah tingkat hutang yang optimal, karena tingkat hutang yang ada dapat mengurangi nilai entitas jika realisasi arus kas kurang dari yang diharapkan.

Penelitian oleh Ball et al, 2011 mengatakan bahwa ketika *market timing* didorong oleh optimisme berlebihan perusahaan itu disebut *market timing* spesifik perusahaan. Juga berbagai proksi berbasis ekonomi yang menangkap waktu pasar yang digunakan untuk memeriksa dampak kondisi pasar pada masalah ekuitas. Tes langsung waktu pasar dan kondisi pasar didasarkan pada hipotesis tentang hubungan positif variabel waktu pasar dan penerbitan ekuitas kondisi pasar.

Penelitian oleh Hovakimian (2006), Mahajan et al (2006), Susilawati (2012) menyatakan bahwa *market to book ratio* mempengaruhi struktur modal ditolak atau berhubungan negatif. Perusahaan yang menggunakan pendanaan dari ekuitas cenderung memiliki biaya ekuitas cukup tinggi pula tidak ditentukan oleh adanya suatu kejadian ekonomi tertentu seperti *right issue*.

#### D. PENURUNAN HIPOTESIS

Mengikuti penelitian Baker dan Wurgler (2002) kami berhipotesis bahwa dalam penetapan waktu pasar struktur modal dipengaruhi oleh profitabilitas, ukuran perusahaan (firm size), tangibility dan market to book ratio.

##### 1. Nilai Pasar Saham berpengaruh negatif terhadap struktur Modal

Fokus utama kami adalah pada market-to-book, tetapi untuk melengkapi serangkaian tolak ukur variabel kontrol, kami membahas variable ini lebih detail setelah kami mendokumentasikan hubungannya dengan leverage. Ini didefinisikan sebagai aset dikurangi ekuitas buku ditambah ekuitas pasar yang dibagi semua aktiva.

Menurut teori *market timing*, diharapkan bahwa rasio *market-to-book* M/B akan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hubungan antara equity market timing dan struktur modal dapat digambarkan sebagai berikut. Ketika market value sedang tinggi (overvalued), maka perusahaan cenderung menerbitkan saham dibandingkan menerbitkan hutang, dimana pernyataan tersebut sesuai dengan teori *market timing*.

Dengan alasan, pada saat nilai *market to-book* ratio tinggi maka perusahaan akan mendapatkan hasil penjualan saham yang lebih tinggi dibandingkan jika menerbitkan saham pada saat nilai *market-to-book*

ratio rendah. Dengan hasil penjualan saham yang lebih tinggi dari menerbitkan saham maka pemenuhan kebutuhan modal melalui hutang yang dihitung dengan rasio leverage diperkirakan menurun.

Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara *market-to-book* dengan leverage memiliki arah yang negatif. Asquith dan Mullins (1986) menjelaskan bahwa, sebuah entitas bisnis akan cenderung untuk menerbitkan saham apabila terjadi peningkatan dalam harga pasar saham, yang mengimplikasikan entitas bisnis tersebut akan berusaha untuk mengurangi rasio hutang mereka. Kayhan dan Titman (2007) menyatakan perubahan harga saham terhadap *debt ratio* pada konsep *market timing* menunjukkan hasil cenderung mengindikasikan perusahaan menerbitkan ekuitas ketika harga saham tinggi, melalui konsep *market timing* perusahaan cenderung menunjukkan adanya peluang manajer mengambil keuntungan ketika harga saham tinggi melalui modal.

Sejalan pada Hipotesis dalam penelitian mendukung penelitian Baker dan Wurgler (2002, Mahajan dan Tartaroglu (2006) menyatakan terdapat kecenderungan bagi perusahaan untuk menerbitkan ekuitas pada saat *market to book* tinggi sehingga memberikan dampak insentif bagi perusahaan berupa *overvaluation* pada saham yang diterbitkan.

H1. Nilai Pasar Saham berpengaruh negatif terhadap struktur Modal.

## 2. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Kami mendefinisikan dalam model sebagai proksi untuk struktur modal rasio hutang DR dihitung sebagai rasio total utang terhadap total aset Chen, 2004; Delcoure, 2007, atau sebagai rasio total hutang ditambah ekuitas Rajan & Zingales, 1995; De Miguel & Pindado, 2001. Variabel lain yang termasuk dalam model adalah profitabilitas yang dimana didukung dengan adanya teori *pecking order* yang memprediksi hubungan negatif antara rasio hutang dan profitabilitas, karena perusahaan pertama-tama menggunakan sebagai sumber pembiayaan, dana internal yang tersedia, dan hutang sebagai upaya terakhir. Mengikuti pendekatan Rajan dan Zingales, 1995 dan Nivorozhkin, 2004, kami menggunakan rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset sebagai proksi untuk profitabilitas dan memprediksi hubungan negatif antara rasio hutang dan profitabilitas.

Menurut Myers (2001), dalam sudut pandang *pecking order*, sebuah rasio hutang dari entitas bisnis akan menjadi rendah atau negatif ketika profitabilitas adalah tinggi, sehingga semakin tinggi profitabilitas, maka rasio hutang akan semakin rendah. Sedangkan dalam sudut pandang *trade off*, entitas bisnis yang memiliki profitabilitas yang tinggi, akan semakin memerlukan hutang dalam jumlah yang besar, guna memperoleh manfaat pajak.

H2. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

### 3. Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal

Penentu penting lain dari struktur modal yang digunakan dalam banyak penelitian adalah ukuran perusahaan, Size Diamond, (1991); Rajan & Zingales, (1995); Titman & Wessels, (1988). Ukuran perusahaan dapat diukur baik melalui jumlah karyawan atau melalui penjualan bersih. Karena penjualan bersih adalah proksi yang lebih tepat untuk tujuan kami, maka dalam studi ini kami menggunakan logaritma natural dari penjualan bersih sebagai proksi untuk ukuran perusahaan.

Peneliti menggunakan ukuran perusahaan (Size) karena perusahaan besar, mengingat bahwa mereka dihadapkan pada asimetri informasi yang kurang di pasar, dapat beralih dari menerbitkan hutang ke menerbitkan saham lebih cepat.

Partisipasi dari perusahaan yang diperdagangkan secara publik adalah proksi penting dari ukuran dan relevansi pasar modal suatu negara, menurut Booth et al, (2001). Untuk total hutang akuntansi, terdapat hubungan negatif dan signifikan bagi perusahaan dari Amerika Latin, menerima hipotesis yang merujuk pada hubungan ini. Indikator tersebut adalah ukuran kualitas kelembagaan yang baik, karena semakin penting pasar ini, semakin baik lingkungan kelembagaan suatu negara.

Dengan cara ini, pasar modal yang relevan merupakan opsi pembiayaan bagi perusahaan, yang dapat menunjukkan biaya yang lebih rendah, dan karenanya membuat perusahaan lebih sedikit berhutang. Rajan dan Zingales (1995) menemukan bahwa terdapat ukuran entitas bisnis akan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap rasio hutang, yang disebabkan karena entitas bisnis yang berukuran lebih besar pada dasarnya terdiversifikasi dengan lebih baik dan memiliki kemungkinan yang kecil untuk mengalami kesulitan keuangan.

H3. Ukuran Perusahaan (Firm Size) berpengaruh positif terhadap struktur Modal.

4. Asset Tangibility berpengaruh positif terhadap struktur Modal

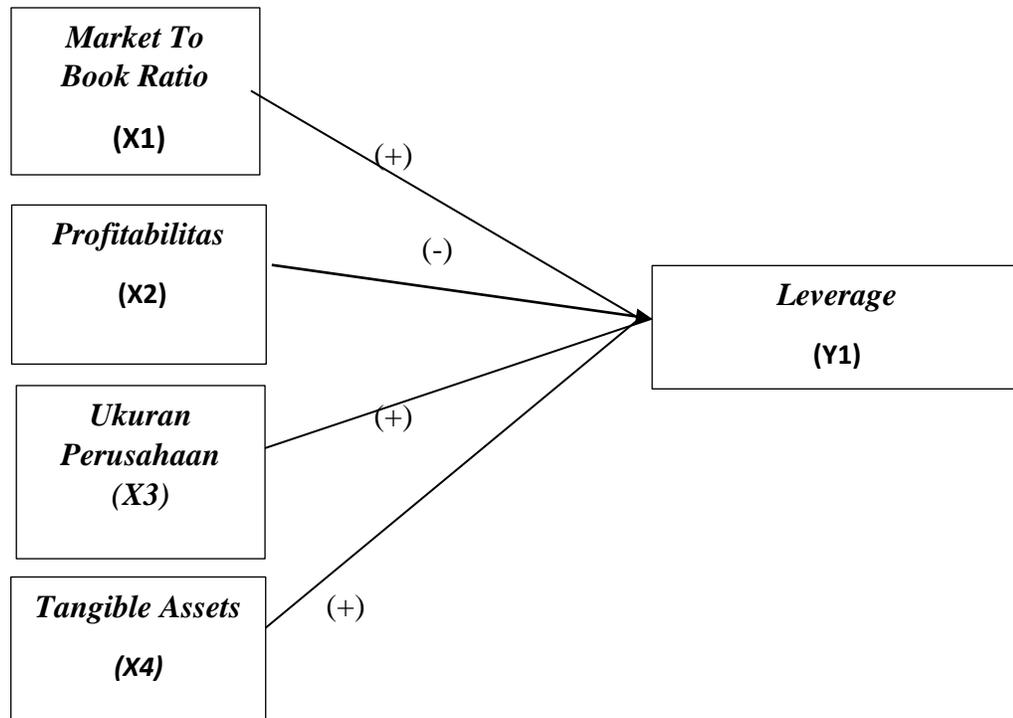
Mengenai hubungan antara rasio hutang dan tangibilitas, dihitung sebagai rasio antara aset berwujud dan total aset hasil empiris. Tangibilitas juga memiliki korelasi positif dan signifikan dengan *leverage* hutang target yang menunjukkan bahwa aset berwujud berfungsi sebagai jaminan dan dengan demikian memungkinkan perusahaan memiliki kapasitas hutang yang lebih tinggi. Lebih khusus, untuk negara-negara maju Rajan & Zingales, (1995); Titman & Wessels, (1988), hubungan antara rasio hutang dan tangibilitas adalah positif, karena aset berwujud berfungsi sebagai jaminan. *Asset*

*tangibility* mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage*. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa perusahaan yang mempunyai rasio *asset tangibility* tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut juga mempunyai *leverage* yang tinggi pula. Di negara-negara berkembang pentingnya aset berwujud sebagai jaminan dibatasi oleh beberapa faktor misalnya, sistem hukum yang kurang berkembang dan tidak efisien, pasar sekunder tidak likuid.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode penelitian, *asset tangibility* cenderung mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage*, berarti semakin besar aktiva tetapnya, semakin tinggi *leverage* yang dimiliki perusahaan, dikarenakan perusahaan tersebut memiliki aset tetap yang besar yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan. *Tangibility* juga memiliki korelasi positif dan signifikan dengan *leverage* hutang target yang menunjukkan bahwa aset berwujud berfungsi sebagai jaminan dan dengan demikian memungkinkan perusahaan memiliki kapasitas hutang yang lebih tinggi. Flannery dan Rangan (2006) juga melaporkan temuan serupa.

H4. *Tangibility* berpengaruh positif terhadap struktur Modal.

## E. MODEL PENELITIAN



*Gambar 3 1 Model Penelitian*