

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Tahun 2023 merupakan tahun yang penuh tantangan bagi perekonomian global. Isu mengenai resesi global menjadi semakin sering dibicarakan. Peningkatan inflasi yang membuat bank sentral harus menaikkan tingkat suku bunga. Selain itu, terdapat juga potensi terjadinya krisis pangan dan kondisi geopolitik Rusia-Ukraina yang masih terus berlanjut sampai saat ini sehingga membuat kemungkinan terjadinya resesi global semakin besar. Ancaman resesi ini akan berdampak kepada pasar saham Indonesia yang masih didominasi oleh investor asing dan apabila terjadi kenaikan suku bunga di negara asal, maka investor asing akan memilih menarik uangnya untuk diinvestasikan di negara asalnya. Hal ini menjadi sebuah tantangan bagi perusahaan untuk tetap bisa mengembangkan usaha mereka.

Salah satu hal vital dalam kegiatan perusahaan adalah modal. Mulai dari kegiatan operasional perusahaan sampai kegiatan investasi, sebuah perusahaan pasti akan membutuhkan modal. Perusahaan-perusahaan yang dikelola dengan baik pasti akan berusaha untuk memaksimalkan kegiatan pendanaan dan membuat kegiatan pendanaan seefektif mungkin. Untuk menghimpun modalnya, sebuah perusahaan memiliki dua jenis sumber pendanaan, yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal adalah jenis pendanaan perusahaan yang menghimpun modal dengan dana internal yang dimiliki perusahaan. Pendanaan eksternal adalah jenis pendanaan perusahaan yang menghimpun modal dengan dana di luar dari yang dimiliki perusahaan.

Pendanaan eksternal bisa dilakukan dengan menerbitkan utang, ekuitas, ataupun gabungan dari keduanya (Myers, 1984). Salah satu hal populer yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan untuk menghimpun modal menggunakan pendanaan eksternal adalah dengan menerbitkan ekuitas, yaitu dengan cara melakukan *Initial Public Offering* (IPO). Menurut Hanafi (2016), *Initial Public Offering* (IPO) merupakan bagian penting dalam kegiatan pendanaan perusahaan diseluruh dunia.

Para manajer perusahaan diwajibkan untuk bisa memilih sebuah sumber atau kombinasi sumber dari beberapa pilihan sumber pendanaan. Keputusan pendanaan yang dipilih akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Berdasarkan Brigham & Houston (2018), pengambilan keputusan mengenai struktur modal adalah keputusan finansial yang berhubungan tentang campuran ekuitas dan hutang yang merupakan dasar kegiatan menghimpun dana operasional dan pengembangan perusahaan. Manajer keuangan memegang peranan utama dalam menentukan kombinasi pendanaan yang sesuai untuk struktur modal dari perusahaan.

Masalah komposisi modal perusahaan menjadi sebuah masalah pada manajer-manajer keuangan yang secara umum masih belum memiliki pemahaman yang baik mengenai cara mendapatkan modal dengan hasil yang maksimal agar bisa mengatasi isu struktur modal perusahaan. Dalam dunia akademis, para akademisi juga telah berusaha untuk memecahkan masalah struktur modal ini. Myers (1984) menjelaskan bahwa permasalahan struktur modal lebih menantang dibanding permasalahan dividen. Sudah lama perdebatan mengenai teori struktur modal berlangsung dikalangan peneliti dan pada akhirnya para peneliti mulai mempublikasikan teori-teori mereka mengenai struktur modal ke masyarakat.

Pada tahun 2002, *Journal of Finance* menerbitkan jurnal yang ditulis oleh Baker dan Wurgler. Jurnal ini memiliki judul "*Market Timing and Capital*

Structure”. Di dalam jurnal tersebut, Baker dan Wurgler mempublikasikan bahwa teori *equity market timing* akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Teori *equity market timing* merupakan sebuah teori yang menyatakan sebuah perusahaan akan memiliki kecenderungan untuk memilih menerbitkan ekuitas pada saat harga pasar sedang tinggi dan akan melakukan pembelian kembali ekuitas mereka pada saat harga pasar sedang rendah. Baker & Wurgler (2002), menjelaskan bahwa struktur modal merupakan hasil kumulatif dari masa lalu untuk mencoba melakukan *timing* pada pasar ekuitas. Teori ini kemudian dikenal dalam dunia keuangan sebagai salah satu cara untuk memahami struktur modal sebuah perusahaan. Teori dari Baker dan Wurgler ini dikenal luas di dunia keuangan sebagai teori *Equity Market Timing*.

Sebelum adanya teori *Equity Market Timing*, terdapat dua teori dalam dunia keuangan yang membahas mengenai struktur modal, yaitu teori *trade off* dan teori *pecking order*. Teori *trade off* berdasarkan Myers (1977), menunjukkan bahwa salah satu biaya hutang adalah perusahaan yang memiliki utang berlebihan lebih sering harus melewatkan kesempatan proyek investasi yang berharga. Rasio *market to book* bisa dikaitkan dengan beberapa hal dalam *trade-off theory* (Baker & Wurgler, 2002). Huang dan Ritter (2004) dalam Yulaichah (2017), berpendapat bahwa teori *static trade off* memiliki pokok bahasan mengenai *trade off* antara biaya hutang dan manfaat hutang. Berdasarkan teori *static trade off* ini, ada beberapa variabel yang harus diperhitungkan untuk menentukan struktur modal yang optimal, yaitu biaya keagenan, pajak, serta biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Namun, selain memperhatikan variabel-variabel tersebut, asumsi efisiensi pasar dan *assymetric information* dalam menjaga keseimbangan dan manfaat dari pemakaian utang juga harus dipertahankan (Myers, 2001).

Selain teori *static trade off*, dunia keuangan juga mengenal teori *pecking order*. Teori *pecking order* ini pertama kali dicetuskan oleh Myers dan Majluf

pada tahun 1984. Menurut Myers dan Majluf (1984) dalam Fahima et al, (2016), teori *pecking order* lebih mengutamakan perusahaan untuk memaksimalkan pemakaian modal sendiri terlebih dahulu dengan alasan biaya pembiayaan termurah. Pada saat modal sendiri sudah tidak mencukupi, saat itulah perusahaan beralih ke pembiayaan melalui utang dan pembiayaan melalui ekuitas.

Berdasarkan hipotesis Myers & Majluf (1984), keputusan pendanaan sebuah perusahaan didorong oleh *adverse selection* yang muncul atas hasil dari asimetris informasi antara manajer yang memiliki sumber daya informasi dan investor yang kurang informasi. Biaya-biaya ini terjadi ketika perusahaan menerbitkan sekuritas. Oleh karena itu, perusahaan menerbitkan ekuitas sebagai sebuah usaha terakhir. Teori *pecking order* menganggap rasio *market to book* sebagai kesempatan investasi (Baker & Wurgler, 2002). Myers (1984), mencetuskan teori *trade-off* yang lebih dinamis. Versi teori *trade-off* dinamis memprediksi bahwa terjadi hubungan antara *leverage* dan kesempatan investasi, namun Baker & Wurgler (2002), mencetuskan bahwa nilai historis rasio *market to book* lebih kuat dalam mempengaruhi *leverage*.

Teori *market timing* merupakan sebuah teori baru yang diajukan Baker & Wurgler (2002), yang menjelaskan bahwa struktur modal perusahaan saat ini merupakan hasil kumulatif yang berasal dari usaha di masa lalu untuk memanfaatkan kondisi di pasar ekuitas. *Market timing* mengacu kepada perusahaan yang menerbitkan saham baru saat kondisi saham perusahaannya dianggap berada di harga tinggi dan membeli kembali (*buyback*) saham apabila kondisi saham perusahaannya dianggap berada di harga yang rendah (Baker & Wurgler, 2002).

Baker & Wurgler (2002), meneliti kecenderungan manajer untuk melakukan *market timing* dengan menggunakan rasio *market to book* dan rasio

historis *market to book* yang disebut rasio *external finance weighted average market to book*. Sampel yang diteliti oleh Baker dan Wurgler adalah perusahaan di Amerika Serikat pada periode 1968-1999 yang sumbernya berasal dari data COMPUSTAT. Hasil penelitiannya menunjukkan *market timing* secara signifikan memiliki pengaruh pada struktur modal dan fluktuasi pada valuasi pasar mempunyai efek besar terhadap struktur modal, serta memiliki efek yang persisten dalam jangka panjang, yaitu selama 10 tahun.

Cukup banyak peneliti yang telah melakukan penelitian mengenai *market timing*. Namun, penelitian ini menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Penelitian yang dilakukan oleh Ratih (2021), membuktikan adanya penggunaan teori *equity market timing* di perusahaan-perusahaan Indonesia. Penelitian tersebut memiliki hasil yang sesuai dengan penelitian Kornher & Stiernström (2022), yang membuktikan *equity market timing* memiliki pengaruh dalam jangka pendek. Penelitian yang dilakukan oleh Yuliawati (2016), menemukan hasil yang menyatakan teori *market timing* tidak dapat memberikan penjelasan mengenai struktur modal perusahaan-perusahaan yang terdapat di Indonesia. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan hasil penelitian Fahima et al, (2016), yang menunjukkan bahwa *equity market timing* tidak memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Baker & Wurgler (2002), melakukan penelitiannya menggunakan regresi struktur modal tradisional dengan *leverage* sebagai variabel dependennya dan rasio *market to book* sebagai variabel independennya. Dalam meneliti pengaruh *equity market timing* pada struktur modal, rasio *market to book* digunakan sebagai proksi dari *market timing*. Menurut Baker & Wurgler (2002), rasio *market to book* digunakan sebagai ukuran *market timing* dengan alasan bisa menjadi salah satu cara untuk melakukan penilaian terhadap harga saham perusahaan dalam pasar ekuitas. Penilaian nilai saham perusahaan di pasar ekuitas dapat dinilai dalam bentuk komparasi antara nilai harga saham di

pasar dengan nilai buku perusahaan. Nilai rasio *market to book* yang tinggi merupakan cerminan dari harga saham yang juga sedang tinggi dan sebaliknya, nilai rasio *market to book* yang rendah merupakan cerminan dari harga saham yang juga sedang rendah. Alat ukur yang digunakan untuk menjadi proksi dalam mengukur struktur modal adalah *leverage*. Nilai *leverage* didapatkan dengan cara rasio utang dibagi dengan aset total (Ratih, 2021).

Sebelum Baker & Wurgler (2002), melakukan penelitian yang membahas pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal, terdapat beberapa peneliti yang sudah terlebih dahulu melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. Salah satu penelitian yang terkenal dilakukan oleh Rajan dan Zingales yang diterbitkan dalam *Journal of Finance* pada tahun 1995 dengan judul *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. Salah satu poin penting dalam penelitian Rajan & Zingales (1995), adalah terdapat empat faktor yang berpengaruh terhadap *leverage*.

Menurut Rajan & Zingales (1995), faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage* adalah aset berwujud, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan rasio *market to book* (digunakan sebagai proksi untuk kesempatan investasi). Dijelaskan lebih lanjut bahwa faktor-faktor ini dipilih karena dua alasan. Alasan yang pertama, yaitu berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya, keempat faktor ini merupakan faktor yang paling konsisten menunjukkan pengaruhnya terhadap *leverage*. Alasan yang kedua adalah keterbatasan dalam mengakses data membuat terbatasnya kemampuan kedua peneliti tersebut untuk mengembangkan proksi untuk faktor-faktor yang lain.

Aset tetap sebuah perusahaan bisa dijadikan sebagai sebuah jaminan hutang untuk dimanfaatkan perusahaan untuk ditawarkan kepada pihak pemberi pinjaman. Semakin besar jumlah jaminan yang tersedia untuk

ditawarkan kepada pemberi hutang, maka tingkat hutang akan semakin tinggi (Yuliana & Yuyetta, 2017). Rajan & Zingales (1995) menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif pada tingkat hutang (*leverage*).

Ukuran perusahaan yang semakin besar membuat tingkat hutang yang dimiliki perusahaan tersebut juga akan semakin besar. Hal ini bisa terjadi dikarenakan semakin besar ukuran sebuah perusahaan, maka semakin lengkap informasi yang tersedia mengenai perusahaan tersebut di pasar. Hal ini juga membuat kreditur semakin mengenal dan semakin percaya dengan perusahaan yang pada akhirnya memudahkan perusahaan untuk berhutang (Yuliana & Yuyetta, 2017). Rasio *market to book* selain menjadi proksi untuk *mispricing* pasar, juga bisamenjadi proksi untuk kesempatan investasi (Baker & Wurgler, 2002). Berdasarkan teori *trade-off* kesempatan investasi memiliki hubungan negatif terhadap tingkat hutang (Myers & Majluf, 1984).

Baker & Wurgler (2002) yang telah menggunakan rasio *market to book* sebagai variabel independen dalam penelitiannya juga menggunakan ketiga faktor lain yang terdapat dalam penelitian Rajan & Zingales (1995), yaitu aset berwujud, ukuran perusahaan, dan profitabilitas sebagai variabel kontrol. Nilai aset berwujud diukur dengan rumus aset tetap dibagi total aset lalu nilai ukuran perusahaan diukur menggunakan logaritma penjualan bersih (Rajan & Zingales, 1995). Untuk mengukur nilai profitabilitas suatu perusahaan dapat menggunakan persamaan nilai *return on assets* (ROA), yaitu *net income* dibagi dengan total aset.

Dalam rangka mencapai tujuan penelitian, penelitian ini akan menggunakan data sekunder dari laporan keuangan perusahaan disektor *consumer cyclicals* yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2012-2022. Data akan dianalisis menggunakan metode regresi untuk menguji hipotesis bahwa penerapan teori *equity market timing* mempengaruhi struktur modal perusahaan lewat perubahan tingkat *leverage*. Selain itu, analisis regresi

juga akan digunakan untuk melihat apakah faktor-faktor lain (variabel kontrol), yaitu aset tetap (*tangibility assets*), profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *leverage* yang menjadi proksi terhadap struktur modal.

Penelitian yang penulis lakukan bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah kebijakan struktur modal perusahaan-perusahaan di sektor *consumer cyclicals* yang melakukan penawaran umum perdana (IPO) di Bursa Efek Indonesia dipengaruhi oleh penerapan *equity market timing theory*. Perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam sektor *consumer cyclicals* dipilih sebagai fokus penelitian dengan alasan di Bursa Efek Indonesia, sektor ini merupakan sektor dengan jumlah perusahaan terbanyak. Total terdapat 145 perusahaan yang terdaftar dalam sektor *consumer cyclicals* dalam Bursa Efek Indonesia.

Oleh sebab itu, penelitian ini akan berkontribusi dalam memberikan pemahaman mengenai kebijakan struktur modal dari perusahaan-perusahaan dalam sektor terbesar di Indonesia. Penelitian ini juga akan melakukan identifikasi apakah perilaku *equity market timing* menjadi sebuah faktor signifikan dalam pengambilan keputusan manajer keuangan perusahaan-perusahaan sektor *consumer cyclicals* ketika menentukan struktur modal perusahaan mereka, sesuai dengan pernyataan Angeliend (2014), bahwa perusahaan dinyatakan memiliki struktur modal yang optimal ketika sebuah perusahaan berhasil memiliki kombinasi utang dan ekuitas dengan ideal.

Perusahaan *consumer cyclicals* yang mengambil keputusan untuk melakukan penawaran umum perdana di tahun 2012-2022 di Bursa Efek Indonesia dipilih dengan alasan mengacu kepada penelitian Baker & Wurgler (2002) yang menginisiasi penelitian tentang pengaruh *equity market timing*. Penelitian Baker & Wurgler (2002) dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana (IPO). Selain itu, sektor *consumer*

cyclicals dipilih dengan alasan merupakan sektor dengan jumlah perusahaan terbesar di Bursa Efek Indonesia.

Keputusan manajer perusahaan-perusahaan *consumer cyclicals* terhadap kebijakan struktur modal perusahaan menjadi topik permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini. Oleh karena hal tersebut, penulis memutuskan untuk mengambil judul: “Pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang melakukan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia pada periode 2012-2022” sebagai judul penelitian.

1.2 Identifikasi Masalah

1. Manajer-manajer keuangan banyak yang belum memiliki pengetahuan mengenai cara untuk mengumpulkan modal secara optimal untuk pendanaan operasional perusahaan.
2. Hasil penelitian mengenai penerapan *equity market timing* yang berbeda-beda sehingga membuat manajemen keuangan ragu untuk mengimplementasikan kebijakan struktur modal perusahaan yang disesuaikan dengan penerapan teori *equity market timing*.

1.3 Pembatasan Masalah

1. Penelitian ini hanya mengamati perilaku *equity market timing* pada saat IPO.
2. Penelitian hanya dilakukan pada perusahaan-perusahaan di dalam sektor *consumer cyclicals* yang melakukan penawaran umum perdana di Indonesia dan terdaftar dalam BEI untuk tahun 2012 - 2022.

1.4 Rumusan Masalah

Mengacu pada latar belakang masalah yang sudah dipaparkan, maka masalah-masalah yang akan dibahas dapat dirumuskan menjadi seperti berikut:

1. Bagaimana pengaruh perilaku *equity market timing* yang diproksikan menggunakan rasio *market to book* terhadap struktur modal yang diproksikan menggunakan *leverage* untuk perusahaan-perusahaan *consumer cyclicals* yang melaksanakan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2012-2022?

1.5 Tujuan Penelitian

Dari latar belakang dan rumusan masalah yang telah dijabarkan, maka dirumuskanlah tujuan dari penelitian sebagai berikut:

1. Melakukan analisis mengenai pengaruh penerapan *equity market timing* pada saat penawaran umum perdana (IPO) terhadap struktur modal lewat perubahan tingkat *leverage* perusahaan-perusahaan *consumer cyclicals* yang melakukan penawaran umum perdana (IPO) untuk periode 2012-2022 di Bursa Efek Indonesia.

1.6 Manfaat Penelitian

Penulis berharap penelitian ini dapat memberikan manfaat-manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis
Untuk para akademisi, penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi di penelitian-penelitian selanjutnya yang mengangkat topik tentang

penerapan *equity market timing* pada kebijakan modal di perusahaan-perusahaan *consumer cyclicals* yang terdapat di BEI.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Penulis

Diharapkan dengan melakukan penelitian ini, penulis dapat meningkatkan pemahaman dan pengetahuan terhadap implementasi teori *equity market timing* di Indonesia, khususnya pada perusahaan-perusahaan yang termasuk kedalam sektor *consumer cyclicals*.

b. Bagi Manajer Perusahaan

Diharapkan dengan melakukan penelitian ini, penulis berkontribusi untuk memberikan perusahaan informasi yang berkaitan dengan penggunaan *equity market timing* dalam penentuan kebijakan susunan modal perusahaan-perusahaan *consumer cyclicals*.