

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Struktur Modal

Penelitian yang membahas mengenai struktur modal sudah banyak dilakukan oleh para peneliti dalam beberapa dekade terakhir. Salah satu penelitian terkenal yang membahas struktur modal adalah penelitian yang dilakukan oleh Myers (1984), dengan judul *The Capital Structure Puzzle*. Pada penelitian Myers (1984), ini terdapat salah satu ucapan Myers yang terkenal, yaitu “*The capital structure puzzle is tougher than the dividend one*”, yang berarti permasalahan struktur modal lebih rumit dibanding permasalahan dividen.

Menurut Angeliend (2014), struktur modal adalah suatu masalah finansial yang harus dihadapi manajer keuangan. Masalah ini memiliki kaitan dengan mengatur hutang dan penerbitan saham, baik itu saham biasa maupun saham preferen yang wajib dimanfaatkan oleh perusahaan. Menurut Ratnawati & Sinarjadi (2015), struktur modal merupakan komparasi atau pertimbangan pendanaan perusahaan yang bersifat jangka panjang dan ditunjukkan dengan membandingkan antara liabilitas jangka panjang dan modal pemilik. Komposisi modal dianggap ideal jika memberikan biaya modal yang minimum.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Myers (1984), terdapat dua konsep berpikir dalam memahami struktur modal. Konsep berpikir yang pertama disebut dengan kerangka kerja *static tradeoff*. Perusahaan dianggap telah menentukan target untuk rasio *debt-to-value*

dan secara perlahan berusaha untuk sampai ke target tersebut. Konsep yang serupa juga bisa dilihat dalam hal dividen perusahaan, yaitu perusahaan akan menyesuaikan kebijakan dividen terhadap target rasio pembayaran dividen yang telah ditetapkan.

Konsep berpikir kedua dalam penelitian Myers (1984), disebut dengan kerangka kerja *old fashioned pecking order*. Konsep berpikir ini mengasumsikan bahwa perusahaan akan mendahulukan pendanaan internal baru memilih pendanaan eksternal dan menerbitkan utang terlebih dahulu baru menerbitkan ekuitas. Dalam teori *pecking order* murni, sebuah perusahaan tidak akan memiliki target rasio *debt to value* yang terdefinisi dengan baik.

Pada penelitian Myers (1984), mencetuskan modifikasi untuk teori *pecking order*. Penelitiannya ini kemudian menghasilkan beberapa hal mengenai struktur modal yang disimpulkan kedalam 4 poin. Kesimpulan pertama adalah perusahaan memiliki alasan yang baik untuk menghindari melakukan pendanaan dengan cara menerbitkan saham atau instrumen pendanaan lain yang juga berisiko tinggi. Alasannya adalah karena manajer takut menerbitkan saham diharga yang terlalu rendah.

Kesimpulan yang kedua adalah manajer-manajer keuangan menetapkan target rasio pembayaran dividen dengan tujuan tingkat normal investasi dalam ekuitas dapat dicapai dengan pendanaan internal yang perlahan bertumbuh. Kesimpulan yang ketiga adalah perusahaan juga memiliki rencana untuk menutupi sebagian dari rencana anggaran investasi mereka dengan pinjaman baru, tetapi juga tetap menahan diri agar tingkat utang tetap berada di level yang aman, artinya berada di level *default-risk free* atau jauh dari risiko kebangkrutan.

Kesimpulan yang keempat adalah oleh karena target rasio pembayaran dividen sangat diperhatikan dan kesempatan investasi fluktuatif jika dibandingkan dengan aliran kas internal, maka perusahaan dari waktu ke waktu akan kehilangan kemampuan untuk menerbitkan utang yang berisiko kecil. Pada saat hal itu terjadi, perusahaan akan memiliki kebijakan untuk menerbitkan utang dari risiko terkecil terlebih dahulu lalu menerbitkan ekuitas, seperti saham.

Menurut Myers (2001), penelitian yang membahas struktur modal dilakukan untuk berusaha memahami kombinasi sekuritas dan sumber-sumber pendanaan yang tepat untuk dipakai sebuah perusahaan dengan tujuan mendanai kegiatan operasional mereka. Sebuah perusahaan dikatakan memiliki struktur modal yang optimal ketika sebuah perusahaan berhasil memiliki komposisi campuran ekuitas dan hutang dengan tepat, yang dapat terjadi apabila nilai perusahaan dan biaya modal perusahaan memiliki keseimbangan (Angeliend, 2014).

Dalam penelitian Myers (2001), disebutkan bahwa tidak ada teori umum yang secara menyeluruh dapat menjelaskan mengenai keputusan perusahaan untuk melakukan pemilihan pendanaan menggunakan penerbitan hutang atau melalui penerbitan ekuitas. Walaupun tidak ada satu teori umum yang dapat menjelaskan permasalahan struktur modal, terdapat beberapa teori kondisional dalam struktur modal, yaitu teori *trade-off*, teori *pecking order*, dan teori *free cash flow* (Myers, 2001).

Teori yang pertama adalah teori *trade-off* yang menyatakan bahwa perusahaan berusaha mencapai tingkat hutang yang seimbang dengan keuntungan pajak dari tambahan hutang dibanding

kemungkinan biaya *financial distress* (Myers, 2001). Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan memiliki prioritas dalam memilih struktur modal. Perusahaan akan terlebih dahulu memilih pendanaan internal sebelum melakukan pendanaan eksternal dengan tindakan menerbitkan hutang terlebih dahulu lalu menerbitkan ekuitas untuk opsi terakhirnya (Dewi & Wirama, 2017). Teori *free cash flow* menyatakan bahwa tingkat hutang yang sudah terlalu tinggi dan bahkan masuk ke dalam level yang berbahaya akan meningkatkan nilai perusahaan, meski adanya ancaman *financial distress* (Myers, 2001).

Penelitian Myers (2001), memberikan kesimpulan bahwa walaupun ketiga teori tersebut berasal dari tahun 1970 sampai 1980, penelitian yang terus dilakukan membuktikan bahwa terdapat bukti nyata adanya penggunaan tiga teori tersebut di tempat kerja. Dari ketiga teori tersebut semuanya memiliki sifat yang kondisional dan tidak didesain untuk menjadi teori umum. Setiap teori mengenai struktur modal ini menawarkan keuntungan dan biayanya masing-masing.

Selain dari ketiga teori yang disebutkan oleh Myers (2001), terdapat sebuah teori struktur modal baru yang dicetuskan oleh Baker & Wurgler (2002), yang disebut dengan teori *market timing*. Baker & Wurgler (2002), meyakini bahwa teori struktur modal yang berdasarkan *market timing* merupakan sebuah teori yang secara natural menjelaskan mengenai perilaku *equity market timing*. Hasil penelitian Baker & Wurgler (2002), sejalan dengan versi kedua dari teori *equity market timing* yang meyakini bahwa investor adalah orang yang irasional dan meyakini terdapat kondisi *mispricing* atau munculnya persepsi mengenai terjadinya *mispricing*.

2.1.2 Teori *Equity Market Timing*

Teori *Equity Market Timing* adalah sebuah teori yang dicetuskan oleh dua peneliti, yaitu Baker & Wurgler (2002). Teori tersebut menjelaskan bahwa struktur modal perusahaan adalah hasil kumulatif dari usaha di masa lalu untuk mencoba melakukan *timing* pada pasar ekuitas. *Timing* pada pasar ekuitas atau *Equity market timing* mengacu kepada kegiatan penerbitan sejumlah saham disaat harga sedang *overvalued* lalu melakukan pembelian kembali pada saat harga sedang rendah. Pengaruh penerapan *equity market timing* terhadap struktur modal dapat diamati dari perubahan nilai *leverage* perusahaan. Hasil penelitian Baker & Wurgler (2002), menemukan bahwa penerapan *equity market timing* yang direpresentasikan menggunakan rasio *market to book* akan mempengaruhi nilai *leverage* yang dimiliki perusahaan. Penelitian Baker & Wurgler (2002), menemukan perusahaan dengan *market value* tinggi (mempunyai rasio *market to book value* yang tinggi) memiliki nilai *leverage* yang rendah.

Baker & Wurgler (2002), mengatakan bahwa tujuan dari penerapan *equity market timing* adalah untuk mengeksploitasi fluktuasi sementara yang terjadi pada biaya ekuitas dibandingkan dengan bentuk-bentuk modal yang lain. Menurut teori *market timing*, keputusan perusahaan dalam menerbitkan sekuritas bergantung kepada biaya relatifnya. Jika biaya ekuitas dinilai lebih rendah daripada biaya modal lain, maka perusahaan akan cenderung memilih untuk melakukan penerbitan ekuitas (Baker & Wurgler, 2002). Berdasarkan Yulawati (2016), teori *market timing* secara empiris memiliki hipotesis dapat memberikan motivasi pada perusahaan untuk melakukan *timing* penerbitan saham saat periode-periode saham perusahaan di pasar

berada diperforma yang sedang tinggi.

Baker & Wurgler (2002), berpendapat bahwa tujuan dari sebuah perusahaan memilih untuk menerapkan *equity market timing* agar untuk bisa diuntungkan dari fluktuasi sementara ketika biaya saham sedang berada diharga yang dianggap lebih murah dari biasanya. Perusahaan-perusahaan yang memutuskan untuk melakukan penerbitan ekuitas untuk biaya saham yang lebih murah tersebut diekspektasikan dapat berkontribusi untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Sebelum melakukan penelitiannya, Baker & Wurgler (2002), telah menemukan empat penelitian yang membuktikan bahwa terdapat perilaku *market timing* ekuitas. Bukti pertama ditemukan dari analisis aktual mengenai keputusan pendanaan perusahaan yang memiliki hasil bahwa perusahaan-perusahaan memiliki kecenderungan untuk melakukan penerbitan ekuitas daripada hutang ketika nilai saham perusahaan di pasar efek sedang tinggi. Bukti kedua adalah analisis tingkat pengembalian jangka panjang dari saham yang dihitung sejak perusahaan memutuskan melakukan pendanaan dan hasilnya adalah jika dirata-rata *equity market timing* berhasil dilakukan.

Bukti ketiga adalah analisis perkiraan dan realisasi pendapatan perusahaan di sekitar masa penerbitan ekuitas yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung menerbitkan ekuitas ketika para investor cenderung merasa antusias terhadap prospek pendapatan perusahaan. Bukti keempat dan yang paling penting menurut Baker & Wurgler (2002), adalah para manajer perusahaan mengakui melakukan *market timing* dalam sebuah survey anonim. Graham dan Harvey (2001) dalam Baker & Wurgler (2002), menjelaskan dalam survey mereka bahwa para CFO perusahaan mengakui bahwa posisi saham perusahaan yang sedang *undervalued* atau *overvalued* merupakan faktor penting dalam

pengambilan keputusan penerbitan ekuitas.

Secara garis besar, penelitian Baker & Wurgler (2002), mengenai *equity market timing* memiliki dua tujuan. Tujuan yang pertama adalah mencari tahu apakah terdapat pengaruh *market timing* ekuitas terhadap struktur modal. Tujuan yang kedua adalah melihat apakah terdapat efek jangka panjang (persisten) dalam *market timing* ekuitas. Hasil penelitian Baker & Wurgler (2002), menemukan bahwa melakukan *timing* pada pasar ekuitas memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Selain itu, ditemukan juga bahwa terdapat pengaruh jangka panjang (persisten) dalam *market timing* ekuitas.

Penelitian Baker & Wurgler (2002), menjelaskan fluktuasi pada nilai saham di pasar ekuitas memiliki dampak jangka panjang terhadap struktur modal. Mengacu kepada Baker & Wurgler (2002), jika disimpulkan secara sederhana dan realistis, penyebab dari hal tersebut adalah karena struktur modal merupakan hasil kumulatif dari usaha-usaha yang terjadi di masa lalu untuk melakukan *timing* di pasar ekuitas.

Menurut Baker & Wurgler (2002), teori *equity market timing* mempunyai dua versi. Versi yang pertama merupakan versi dinamis yang berasal dari teori yang dikembangkan oleh Myers & Majluf (1984), dengan memegang asumsi bahwa para manajer dan para investor merupakan orang dengan pemikiran yang rasional. Versi yang kedua adalah versi yang mendukung penemuan (Baker & Wurgler, 2002). Versi kedua ini menyatakan bahwa manajer menganggap investor adalah orang yang irasional dan manajer akan melakukan penerbitan ekuitas pada saat biaya ekuitas dianggap sedang berada di level yang lebih rendah dari biasanya. Versi kedua ini juga mampu menjelaskan penggunaan rasio *market to book* sebagai proksi untuk persepsi manajer terhadap *misvaluation* yang terjadi di pasar ekuitas.

Baker & Wurgler (2002), menjelaskan rasio *market to book* sudah dikenal secara umum berkaitan dengan ekspektasi tingkat pengembalian (*return*) ekuitas di masa-masa mendatang, dan nilai rasio *market to book* ekstrim sering dikaitkan dengan ekspektasi para pemegang saham yang ekstrim. Selain itu, Baker & Wurgler (2002), menyatakan manajer menganggap investor sebagai orang yang irasional. Hal ini menjadi alasan rasio *market to book* dijadikan proksi untuk *equity market timing*, yaitu rasio *market to book* digunakan untuk mengkalkulasi kesempatan *market timing* yang dimiliki oleh manajer (Baker & Wurgler, 2002).

Baker & Wurgler (2002), menyatakan bahwa nilai rasio *market to book* yang tinggi menjadi indikasi yang baik untuk menerbitkan ekuitas, sehingga perusahaan akan cenderung untuk meminimalisir pendanaan dari *leverage*. Oleh karena itu, dalam penelitian ini struktur modal akan diukur menggunakan *leverage*. Penelitian Baker & Wurgler (2002), menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan melakukan penambahan pendanaan pada saat valuasi pasar sedang rendah adalah perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi, sedangkan perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah akan meningkatkan pendanaan ketika valuasi pasar sedang tinggi.

Penelitian Baker & Wurgler (2002), menemukan hasil regresi sederhana dari rasio historis *market to book* terhadap *leverage* adalah berpengaruh negatif. Menurut Baker & Wurgler (2002) dalam Ratih (2021), *leverage* dikalkulasi dari rasio total liabilitas terhadap rasio total aset dan dalam menghitung *leverage* dapat dilakukan dengan menggunakan nilai buku *leverage* (*book leverage*) dan nilai pasar *leverage* (*market leverage*). Hubungan antara rasio *market to book* dan *leverage* tetap terjadi, baik itu menggunakan rasio *market leverage*

ataupun *book leverage* (Baker & Wurgler, 2002).

Baker & Wurgler (2002), juga menyebutkan bahwa dalam proses penelitian pengaruh jangka panjang dari efek *equity market timing* yang menggunakan *MBefwa*, hasilnya menunjukkan *MBefwa* mempengaruhi struktur modal dalam jangka panjang, yaitu dalam periode 10 tahun. Baker & Wurgler (2002), dalam penelitiannya membuktikan teori *equity market timing* dengan mengambil sampel penelitian dari perusahaan yang telah melakukan IPO (*Initial Public Offering*). Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan-perusahaan di Amerika yang memutuskan melakukan IPO dalam periode 1968-1999.

Penelitian Baker & Wurgler (2002), menemukan bahwa sesuai dengan dugaan, *asset tangibility* memiliki hubungan positif terhadap tingkat hutang. Tingkat profitabilitas juga sesuai dengan dugaan, yaitu memiliki hubungan negatif terhadap tingkat hutang yang bertumbuh semakin kuat seiring waktu. Ukuran perusahaan juga sesuai dugaan, bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif terhadap tingkat hutang namun tidak terlalu kuat.

2.1.3 Initial Public Offering (IPO)

Melakukan penyertaan modal melalui proses *Initial Public Offering* (IPO) atau *go public* adalah salah satu alternatif yang dapat dipilih oleh perusahaan, jika perusahaan memutuskan untuk melakukan pendanaan secara eksternal (Harahap et al., 2017). Di Indonesia, proses melakukan kegiatan penawaran umum perdana atau yang sering disingkat dengan IPO sudah memiliki ketentuan hukum yang ditulis dan dijelaskan dalam Pasal 1 angka 15 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM).

Dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Pasal 1 no 15 tentang Pasar Modal (UUPM) disebutkan bahwa *Initial Public Offering* atau penawaran umum perdana adalah “kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat yang diatur dalam tata cara yang diatur dalam undang- undang ini dan aturan pelaksanaannya.” Hartono dan Ali dalam Harahap et al. (2017), menyebutkan bahwa “IPO merupakan kegiatan menawarkan saham perusahaan pada pasar perdana dan dilakukan oleh perusahaan yang telah *go public*”.

Menurut Izfs & Supriatna (2019), *Initial Public Offering* (IPO) adalah sebuah istilah dalam dunia hukum yang merujuk kepada kegiatan emiten-emiten yang melakukan penawaran kepada masyarakat luas untuk membeli ekuitas yang diterbitkannya dalam bentuk saham. Tujuan dari dilakukannya kegiatan ini adalah sebagai sumber pendanaan bagi emiten. Perusahaan yang memutuskan untuk melakukan IPO akan memperoleh dana yang relatif besar dan diterima sekaligus serta dikenal oleh banyak pihak.

Untuk menjadi perusahaan yang *go public*, perusahaan harus terlebih dahulu menyelesaikan semua ketentuan dan persyaratan tentang jumlah minimal modal disetor serta jumlah minimum dari kepemilikan saham (Harahap et al., 2017). Di Indonesia syarat-syarat untuk menjadi perusahaan terbuka juga telah diatur dalam dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.

Ketentuan dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa sebuah perseroan terbatas wajib dimiliki oleh sekurang-kurangnya 300 (tiga ratus) pemegang saham dan mempunyai modal disetor sekurang-kurangnya Rp3.000.000.000,00

(tiga milyar rupiah) atau sebuah jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan mengacu kepada peraturan pemerintah.

Setelah perusahaan menyesuaikan anggaran dasarnya, maka selanjutnya perusahaan dapat meneruskan proses penawaran umum perdana agar perusahaan dapat mengubah statusnya menjadi perusahaan terbuka (Harahap et al., 2017). Agar perusahaan bisa melakukan penawaran umum perdana, tentu ada beberapa hal yang harus dipersiapkan dan dipenuhi untuk membuat proses penawaran umum perdana dapat berjalan dengan baik.

Dalam salah satu situs resminya, Bursa Efek Indonesia menjelaskan bahwa terdapat 4 (empat) proses yang harus terlebih dahulu dilakukan oleh perusahaan yang memutuskan untuk melakukan penawaran umum perdana dan menjadi sebuah perusahaan terbuka, keempat proses tersebut adalah:

- **Penunjukan Penjamin Emisi Efek, Lembaga & Profesi Penunjang serta Persiapan Dokumen**

Pada tahap pertama ini, calon emiten perlu melakukan pembentukan tim internal, penunjukan penjamin emisi efek serta lembaga dan profesi penunjang pasar modal yang memiliki tujuan membantu calon emiten melewati proses penawaran umum perdana. Setelah itu, meminta persetujuan para pemilik saham lewat RUPS dan mengubah anggaran dasar perusahaan serta menyiapkan berkas yang dibutuhkan untuk diberikan kepada Bursa Efek Indonesia (BEI), OJK, dan KSEI.

- **Penyampaian Permohonan Pencatatan Efek ke Bursa Efek Indonesia & Penyampaian Pernyataan Pendaftaran ke OJK**

Tahap kedua ini akan membutuhkan waktu kurang lebih 10-12 minggu. Dalam tahap ini, Bursa Efek Indonesia akan

mempelajari dan menelaah pengajuan permohonan perusahaan untuk melakukan IPO. Perusahaan, profesi penunjang, dan lembaga terkait akan diundang dalam *mini expose* dengan tujuan mempresentasikan profil perusahaan, rencana pengembangan bisnis, dan rencana *go public* yang akan direalisasikan.

Selain itu, untuk memahami lebih lanjut kegiatan perusahaan, BEI juga akan menjadwalkan untuk melakukan kunjungan ke perusahaan dengan agenda melihat dan menanyakan hal-hal yang relevan dengan rencana IPO perusahaan. Apabila perusahaan dianggap telah memenuhi semua persyaratan yang dibutuhkan, maka dalam kurun waktu selambat-lambatnya 10 hari, Bursa Efek Indonesia (BEI) akan memberikan Persetujuan Prinsip kepada perusahaan.

- **Penawaran Umum kepada Publik**

Tahap penawaran umum perdana kepada publik ini diestimasi akan membutuhkan waktu 1-5 hari kerja. Dalam *Initial Public Offering*, dapat terjadi suatu hal yang disebut dengan *oversubscribed*. Hal ini dapat terjadi apabila jumlah efek yang diminta investor melebihi jumlah efek yang ditawarkan. Solusi yang dibutuhkan adalah melakukan penjatahan. Nantinya investor akan mendapatkan pengembalian dana setelah proses penjatahan apabila tidak mendapatkan efek sesuai pesanan.

- **Pencatatan dan Perdagangan Efek Perusahaan di Bursa Efek Indonesia**

Pasca periode penawaran umum, perusahaan akan melakukan pencatatan efeknya di Bursa Efek Indonesia untuk

diperdagangkan oleh masyarakat kedepannya. Setelah saham sebuah emiten tercatat dalam bursa, investor dapat melakukan jual beli efek perusahaan dengan investor-investor lain melalui sebuah *broker* atau Perusahaan Efek yang telah terdaftar menjadi Anggota Bursa di dalam Bursa Efek Indonesia.

2.1.4 Variabel Kontrol Rajan dan Zingales

Penelitian ini akan menggunakan 3 variabel kontrol, yaitu *asset tangibility*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas. Penggunaan 3 variabel kontrol tersebut mengikuti penelitian Baker & Wurgler (2002) yang menggunakan variabel kontrol yang sama. Variabel kontrol yang digunakan Baker & Wurgler (2002) menggunakan variabel kontrol yang diambil dari penelitian Rajan & Zingales (1995). Rajan & Zingales (1995), menyatakan 3 variabel kontrol tersebut memiliki pengaruh terhadap *leverage*. Menurut Rajan & Zingales (1995), terdapat empat faktor yang memiliki pengaruh terhadap *leverage*, yakni *asset tangibility* (hasil perhitungan dari aset tetap dibagi dengan total aset), rasio *market-to-book* (proksi dari kesempatan investasi), ukuran perusahaan, dan profitabilitas. Oleh karena rasio *market to book* telah dijadikan proksi untuk penerapan *equity market timing*, maka hanya 3 faktor yang dijadikan variabel kontrol, yaitu *asset tangibility*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas.

Rajan & Zingales (1995) menggunakan empat faktor tersebut dalam penelitian oleh karena dua alasan. Alasan pertama adalah faktor tersebut merupakan faktor yang paling konsisten dalam menunjukkan korelasi terhadap *leverage* dalam penelitian-penelitian terdahulu. Alasan yang kedua adalah adanya keterbatasan dalam data yang tersedia, sehingga menjadikan kurangnya kemampuan untuk mengembangkan proksi untuk faktor atau variabel lain.

2.1.4.1 *Asset Tangibility*

Asset tangibility didefinisikan sebagai alat ukur seberapa besar aset perusahaan yang bisa dijadikan sebagai jaminan hutang agar dapat mengurangi risiko bagi pemberi pinjaman (Rajan & Zingales, 1995). Menurut Yuliana & Yuyetta (2017), aset tetap dari sebuah perusahaan dapat dijadikan sebagai sebuah jaminan hutang yang dapat dimanfaatkan perusahaan untuk ditawarkan kepada pemberi pinjaman atau kreditur. Semakin besar jumlah jaminan yang tersedia untuk ditawarkan kepada pemberi hutang, maka tingkat hutang akan semakin tinggi.

Sejalan dengan pemahaman teori *trade-off*, aset tetap (berwujud) perusahaan diyakini akan memberikan pengaruh yang positif terhadap tingkat hutang karena perusahaan dianggap mempunyai aset berwujud yang banyak. Hal ini menyebabkan munculnya kepercayaan yang tinggi dari kreditur terhadap perusahaan yang ingin mendapatkan pinjaman. Dengan kreditur yang sudah memiliki tingkat kepercayaan yang tinggi, perusahaan akan memperoleh kemudahan untuk bisa mendapatkan pinjaman yang diinginkan (Yuliana & Yuyetta, 2017). Hal ini sesuai dengan pernyataan Rajan & Zingales (1995), yang menyatakan bahwa jika sebagian besar aset adalah aset berwujud (*tangible*), maka seharusnya aset dapat berfungsi sebagai jaminan (*collateral*).

Tangible assets bisa diartikan sebagai sebuah komparasi antara sebuah aset tetap dengan total aset yang terdapat dalam sebuah

perusahaan (Rajan & Zingales, 1995). Penggunaan rumus tersebut juga didukung oleh penelitian Yuliawati (2016), yang menggunakan rumus yang sama, yaitu total aset tetap dibagi dengan total aset.

2.1.4.2 Profitabilitas

Hasil penelitian mengenai pengaruh profitabilitas terhadap *leverage* memberikan hasil yang berbeda-beda. Myers dan Majluf (1984) dalam Rajan & Zingales (1995), memberikan prediksi bahwa terdapat hubungan negatif yang terjadi antara profitabilitas terhadap *leverage*. Di sisi lain, Jensen (1986) dalam Rajan & Zingales (1995), memberikan prediksi bahwa terdapat hubungan positif jika pasar untuk pengendalian korporat berada pada level yang efektif dan mendorong perusahaan untuk melakukan komitmen untuk memberikan uang dengan cara meningkatkan hutang.

Rajan & Zingales (1995), menggunakan rasio *return on asset* (ROA) dalam mengukur pengaruh profitabilitas terhadap *leverage*. Baker & Wurgler (2002), mengaitkan profitabilitas dengan ketersediaan dana internal perusahaan yang membuat tingkat *leverage* berkurang. Hal ini sejalan dengan teori *pecking order*.

2.1.4.3 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan memiliki kaitan dengan besar kecilnya sebuah perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dibedakan menjadi tiga kategori, yaitu perusahaan berukuran besar,

perusahaan menengah, dan perusahaan kecil (Yuliana & Yuyetta, 2017). Dijelaskan lebih lanjut bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar, tingkat hutang yang dimiliki perusahaan tersebut juga akan semakin besar. Hal ini disebabkan karena semakin besar sebuah perusahaan, maka semakin lengkap informasi yang tersedia mengenai perusahaan tersebut di pasar.

Menurut Rajan & Zingales (1995), efek dari ukuran perusahaan terhadap masih ambigu. Jika perusahaan memiliki ukuran yang semakin besar, maka kemungkinan perusahaan menyatakan kebangkrutan akan semakin kecil. Oleh karena ukuran perusahaan yang semakin besar, perusahaan semakin jauh dari kebangkrutan, maka ukuran perusahaan diasumsikan memiliki hubungan positif terhadap *leverage*. Namun, ukuran perusahaan juga bisa menjadi proksi untuk informasi perusahaan yang dimiliki investor yang membuat perusahaan meningkatkan kecenderungan menerbitkan ekuitas daripada hutang.

Ketersediaan informasi mengenai perusahaan di pasar membuat masyarakat semakin mengenal perusahaan dan membuat berkurangnya tingkat asimetri informasi yang terjadi. Dengan begitu, perusahaan menjadi lebih dapat dipercaya oleh pihak-pihak dari eksternal perusahaan khususnya para pemberi pinjaman yang memiliki akses informasi terkait kondisi perusahaan. Hal ini akan membuat perusahaan menjadi lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman dalam rangka mendanai kegiatan operasional perusahaan (Yuliana & Yuyetta, 2017).

Rajan & Zingales (1995), mendefinisikan ukuran perusahaan menggunakan logaritma dari jumlah penjualan bersih. Hal ini juga sejalan dengan Baker & Wurgler (2002) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan diukur menggunakan logaritma penjualan bersih. Selain itu, Baker & Wurgler (2002), juga menyebutkan bahwa ukuran perusahaan dapat meningkatkan hutang apabila perusahaan besar berada dalam situasi dimana mereka memiliki kemungkinan yang kecil untuk masuk ke dalam kondisi *financial distress*.

2.1.4.4 Rasio *Market to Book* (Kesempatan Investasi)

Menurut Myers (1977) dalam Rajan & Zingales (1995), perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang tinggi akan lebih mungkin untuk melewatkan kesempatan investasi menguntungkan. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki target untuk memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi dimasa depan sebaiknya menggunakan lebih banyak pendanaan lewat penerbitan ekuitas. Rajan & Zingales (1995), menggunakan rasio *market value to book value* sebagai proksi untuk kesempatan investasi.

Kesempatan investasi berhubungan dengan kesempatan mengembangkan usaha sebuah perusahaan dengan tujuan mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi. Jika perusahaan memiliki kesempatan pertumbuhan tinggi, maka hal tersebut menjadi salah satu tanda bahwa perusahaan berada dalam fase kemajuan dan perkembangan sehingga secara relatif perusahaan dianggap lebih *profitable* (Yuliana & Yuyetta, 2017). Baker &

Wurgler (2002), juga menyebutkan bahwa rasio *market to book* selain menjadi proksi untuk mispricing pasar, juga dapat menjadi proksi untuk kesempatan investasi.

Menurut Yuliana & Yuyetta (2017), pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi membuat kebutuhan perusahaan untuk dana eksternal dalam rangka melakukan ekspansi akan semakin tinggi sehingga perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang memiliki resiko paling kecil. Oleh karena itu, perusahaan akan lebih memilih untuk melakukan penerbitan saham dibandingkan dengan melakukan penerbitan hutang. Penerbitan ekuitas lebih banyak dipilih dengan alasan memiliki risiko yang lebih kecil dibanding hutang (Rajan & Zingales, 1995). Mengacu kepada teori *trade-off*, kesempatan investasi memiliki hubungan negatif terhadap tingkat hutang (Myers & Majluf, 1984).

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang membahas mengenai *equity market timing* telah dilakukan beberapa kali oleh peneliti-peneliti diberbagai belahan dunia. Penelitian mengenai efek dari penerapan *equity market timing* pada struktur modal dicetuskan oleh Baker & Wurgler (2002), dalam sebuah penelitian dengan menggunakan rasio *market to book* sebagai proksi dari kesempatan manajer untuk melakukan *market timing*. Baker & Wurgler (2002), juga menggunakan ukuran perusahaan, *asset tangibility*, dan profitabilitas sebagai variabel kontrol untuk melihat pengaruhnya terhadap *leverage* yang dalam penelitian tersebut menjadi proksi untuk struktur modal. Banyak peneliti yang sudah melakukan penelitian mengenai *market*

timing. Penelitian-penelitian tersebut diantaranya:

1. Penelitian Baker & Wurgler (2002) dengan judul “MARKET TIMING AND CAPITAL STRUCTURE”. Penelitian ini memiliki dua tujuan. Tujuan yang pertama dari penelitian ini adalah untuk mencari tahu pengaruh dari *equity market timing* pada struktur modal dan tujuan kedua penelitian ini adalah untuk mencari tahu apakah ada efek jangka panjang dari pengaruh penerapan teori *equity market timing* terhadap struktur modal suatu perusahaan. Rasio *market value to book value* digunakan sebagai proksi kesempatan manajer untuk melakukan *market timing*. Ukuran perusahaan, *asset tangibility*, dan profitabilitas dijadikan variabel kontrol untuk mencari tahu pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage*. Hasil dari penelitiann menunjukkan adanya pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan, selain itu ukuran perusahaan, *asset tangibility*, dan profitabilitas memiliki pengaruh terhadap *leverage*.
2. Penelitian Ratih (2021), dengan judul “EQUITY MARKET TIMING AND CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE ON POST-IPO FIRMS IN INDONESIA”. Tujuan dari penelitian ini adalah menganalisis dan mengevaluasi dampak dari *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia. Dalam penelitian ini, yang menjadi sampel penelitian adalah perusahaan non-finansial yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) setelah melakukan IPO dalam periode 2000-2015. Hasil penelitian ini membuktikan adanya pengaruh *equity market timing* terhadap komposisi modal. Penelitian ini juga menemukan bahwa profitabilitas

memiliki berpengaruh secara negatif terhadap *leverage*, tetapi tidak signifikan. *Asset tangibility* memiliki pengaruh secara positif terhadap *leverage* dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

3. Penelitian Fahima et al. (2016), dengan judul “EQUITY MARKET TIMING DAN STRUKTUR MODAL”. Penelitian ini bertujuan untuk melakukan tes terhadap pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian ini memiliki beberapa variabel kontrol, yaitu *asset tangibility*, tingkat profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia pada tahun 2001 dan 2002. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *equity market timing* memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Selain itu, *size* berpengaruh positif terhadap *leverage*, *asset tangibility*, dan profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*.
4. Penelitian Yuliawati (2016), dengan judul “PENGARUH NILAI PERUSAHAAN YANG DIUKUR DENGAN MARKET TO BOOK RATIO TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN (Suatu Pengujian Market Timing Theory dalam Kebijakan Struktur Modal Perusahaan)”. Penelitian ini memiliki tujuan menguji efek *equity market timing* pada kebijakan struktur modal suatu perusahaan. Penelitian dilakukan terhadap 50 perusahaan Indonesia dengan kapitalisasi pasar terbesar dalam periode 2010-2013. Penelitian ini juga menggunakan *asset tangibility* dan ukuran perusahaan untuk variabel kontrol. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *equity market timing* tidak dapat memberikan pemahaman mengenai kebijakan komposisi modal

perusahaan di Indonesia.

5. Penelitian Kornher & Stiernström (2022), dengan judul “MARKET TIMING THEORY OF CAPITAL STRUCTURE A PANEL DATA STUDY OF SWEDISH REAL ESTATE FIRMS”. Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan pemahaman mengenai pengaruh penerapan *equity market timing* pada perusahaan-perusahaan *real estate* di Swedia. Variabel independen penelitian ini adalah *equity market timing* yang diproksikan menggunakan rasio *market value to book value*. Variabel dependen penelitian ini adalah struktur modal yang diproksikan dengan *leverage*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan terdapat pengaruh penerapan *equity market timing* pada struktur modal dalam jangka pendek.

2.3 Kerangka Berpikir

2.3.1 Pengaruh *Equity Market Timing* pada Struktur Modal

Struktur modal adalah suatu masalah finansial yang harus dihadapi manajer keuangan. Masalah ini memiliki kaitan dengan mengatur hutang dan penerbitan saham, baik itu saham biasa maupun saham preferen yang wajib dimanfaatkan oleh perusahaan (Angeliend, 2014). Penentuan struktur modal menjadi suatu hal yang esensial bagi masa depan perusahaan. Menurut Myers (2001), penelitian yang membahas struktur atau komposisi modal dilakukan untuk berusaha memahami kombinasi sekuritas dan sumber pendanaan yang tepat untuk digunakan oleh perusahaan dengan tujuan mendanai kegiatan operasional mereka. Oleh karena itu, seorang manajer keuangan harus sangat memperhatikan bagaimana menentukan struktur modal yang ideal. Menurut Ratnawati & Sinarjadi (2015), struktur modal

dianggap ideal jika memberikan biaya modal yang minimum.

Baker & Wurgler (2002), mencetuskan teori baru mengenai struktur modal yang disebut dengan teori *equity market timing*. Teori ini menyatakan bahwa struktur modal merupakan hasil kumulatif dari usaha di masa lalu untuk mencoba melakukan *timing* pada pasar ekuitas. *Timing* pada pasar ekuitas atau yang lebih dikenal dengan *equity market timing* mengacu kepada kegiatan perusahaan menerbitkan ekuitas ketika nilai pasar dianggap tinggi dan membeli kembali ekuitas ketika nilai pasar dianggap rendah. Penerapan *equity market timing* diukur menggunakan rasio *market to book*. Ketika rasio *market to book* sedang tinggi, maka dapat menjadi pertanda bahwa perusahaan sedang dalam level yang *overvalued*. Situasi ini menjadi kesempatan yang baik bagi perusahaan untuk menerbitkan ekuitas karena bisa mendapatkan uang yang lebih banyak melalui nilai penjualan saham yang lebih tinggi. Dengan mendapatkan modal yang lebih banyak dari sisi ekuitas melalui penjualan saham perusahaan yang lebih banyak, maka kebutuhan untuk mendapatkan modal dengan melakukan hutang (yang diukur menggunakan *leverage*) akan menurun. Dengan begitu, diasumsikan bahwa *equity market timing* memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* dan secara otomatis mempengaruhi struktur modal perusahaan.

2.3.2 Pengaruh Variabel Kontrol, yaitu *Asset Tangibility*, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap *Leverage*

Penelitian yang membahas mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat hutang perusahaan telah beberapa kali dilakukan. Penelitian ini juga memiliki tujuan untuk mencari tahu apakah faktor-faktor seperti ukuran perusahaan, *asset tangibility*, dan

profitabilitas berpengaruh terhadap *leverage*. Walaupun terdapat beberapa faktor lain yang dianggap berpengaruh terhadap *leverage*, faktor ini—ukuran perusahaan, *asset tangibility*, dan profitabilitas—dianggap yang paling konsisten menunjukkan pengaruh terhadap *leverage* perusahaan (Rajan & Zingales, 1995).

Aset tetap (berwujud) dapat dijadikan sebagai sebuah jaminan (Baker & Wurgler, 2002). Semakin besar aset tetap yang perusahaan miliki, maka para pemberi pinjaman atau kreditur juga akan memiliki tingkat kepercayaan yang lebih tinggi terhadap perusahaan. Apabila kreditur telah memiliki kepercayaan yang tinggi terhadap perusahaan, maka perusahaan akan lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman hutang dari kreditur tersebut (Yuliana & Yuyetta, 2017). Dengan begitu, diasumsikan bahwa *asset tangibility* memiliki pengaruh positif terhadap tingkat hutang (*leverage*).

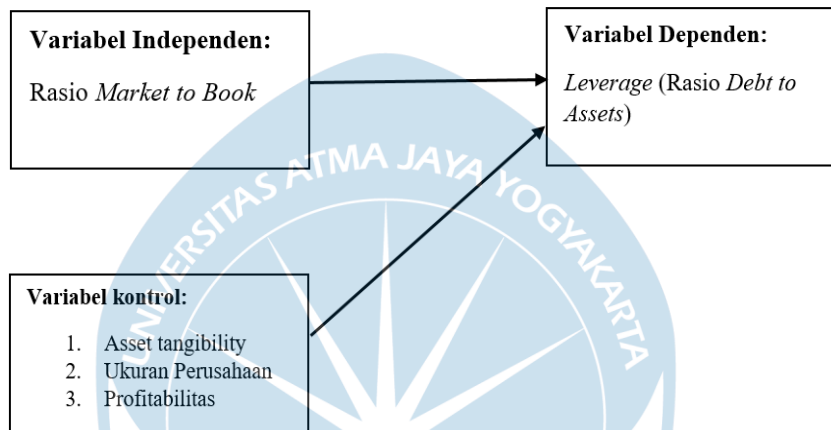
Semakin besar ukuran sebuah perusahaan, kemungkinan terjadinya asimetris informasi perusahaan dimasyarakat akan berkurang dan akan meningkatkan kepercayaan masyarakat juga kreditur terhadap perusahaan (Yuliana & Yuyetta, 2017). Adanya kepercayaan dari kreditur membuat perusahaan menjadi lebih mudah untuk meningkatkan modal melalui pinjaman hutang. Dengan begitu, maka diasumsikan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan.

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, semakin banyak ketersediaan dana internal yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini membuat tingkat *leverage* berkurang, sejalan dengan teori *pecking order* (Baker & Wurgler, 2002). Dengan begitu, diasumsikan bahwa profitabilitas suatu perusahaan berpengaruh secara negatif terhadap tingkat hutang

(leverage).

2.4 Model Penelitian

Mengacu pada landasan teori yang sudah dijelaskan, maka kerangka pikir dapat disusun menjadi model penelitian seperti berikut:



Gambar 1.1 Model Penelitian

2.5 Hipotesis Penelitian

2.5.1 Pengaruh *Equity Market Timing* terhadap Struktur Modal

Baker & Wurgler (2002), menyatakan struktur modal perusahaan merupakan hasil kumulatif dari usaha di masa lalu untuk mencoba melakukan *timing* pada pasar ekuitas. *Timing* dalam pasar ekuitas atau *equity market timing* mengacu kepada kegiatan melakukan penerbitan saham di harga saham sedang tinggi dan melakukan pembelian kembali pada saat harga saham sedang rendah. Tujuan dari melakukan *market timing* adalah untuk mengambil keuntungan dari fluktuasi dalam biaya ekuitas jika dibandingkan secara relatif terhadap biaya pendanaan yang lain. Penelitian Baker & Wurgler (2002), menemukan bahwa penerapan *equity market timing*

yang direpresentasikan menggunakan rasio *market value to book value* memiliki pengaruh pada struktur modal lewat penurunan jumlah *leverage*. Oleh karena itu, struktur modal akan diproksikan dengan *leverage*.

Penelitian ini akan menggunakan ukuran perusahaan, profitabilitas, dan *asset tangibility* sebagai variabel kontrol. Rajan & Zingales (1995), menyatakan ukuran perusahaan, profitabilitas, dan *asset tangibility* merupakan salah satu faktor yang memiliki pengaruh terhadap *leverage*. Penelitian Fahima et al. (2016), menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *leverage*. Ratih (2021), menemukan bahwa *asset tangibility* memiliki pengaruh positif terhadap *leverage*. Ratih (2021), menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*. Oleh karena itu, hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: Diduga penerapan equity market timing memiliki pengaruh negatif terhadap leverage