

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 *Equity Market Timing Theory*

Equity market timing adalah strategi investasi yang melibatkan upaya untuk menentukan kapan waktu terbaik untuk membeli atau menjual ekuitas berdasarkan perkiraan pergerakan pasar. Teori *equity market timing* adalah teori yang dikemukakan oleh Baker & Wurgler (2002) bahwa “*Equity market timing refers to the practice of issuing shares at high prices and repurchasing at low prices*”. Semakin tinggi harga saham, maka semakin rendah biaya ekuitas perusahaan, dan sebaliknya, semakin rendah harga saham, maka semakin rendah biaya ekuitas perusahaan. Dapat dikatakan bahwa tujuan perusahaan melakukan aksi pasar saham saat ini adalah untuk mengambil keuntungan dari volatilitas sementara dalam harga saham yang relatif lebih murah. Perusahaan menerbitkan saham dengan harga saham yang lebih rendah. Hal ini diharapkan dapat membantu meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Baker & Wurgler (2002) mengungkap bahwa penerapan *equity market timing* yang diwakilkan menggunakan rasio *market to book* akan mempengaruhi nilai *leverage* yang dimiliki perusahaan.

Penerapan *equity market timing* menunjukkan aspek yang penting dalam kebijakan keuangan. Baker & Wurgler menemukan terdapat empat bukti dalam penerapan *equity market timing* sebelumnya. Pertama mengenai keputusan pendanaan perusahaan memiliki kecenderungan untuk menerbitkan ekuitas dibandingkan hutang ketika nilai saham perusahaan cenderung tinggi. Bukti kedua adalah adanya analisis tingkat pengembalian jangka panjang dari saham yang dihitung sejak perusahaan melakukan pendanaan, hasilnya rata-rata penerapan *equity market timing* berhasil dilakukan.

Ketiga adalah penelitian mengenai peramalan pendapatan dan penerbitan ekuitas menunjukkan perusahaan-perusahaan cenderung menerbitkan ekuitas pada saat investor terlalu antusias terhadap suatu prospek pendapatan. Bukti terakhir adalah survei yang dilakukan Graham dan Harvey (2001) dalam Baker & Wurgler (2002). Survei tersebut menunjukkan bahwa 2/3 CFO (*Chief Financial Officer*) di Amerika Serikat sepakat bahwa nilai saham suatu perusahaan yang sedang *undervalued* atau *overvalued* merupakan faktor yang sangat penting untuk pertimbangan dalam menerbitkan *equity* dan sepakat akan menerbitkan saham pada saat nilai saham perusahaan cenderung meningkat tinggi.

Baker & Wurgler (2002) dalam penelitiannya memiliki dua tujuan. Pertama adalah untuk mencari tahu apakah terdapat pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal. Kedua untuk melihat apakah terdapat efek

jangka panjang pada struktur modal. Baker & Wurgler (2002) menjelaskan hasil penelitiannya bahwa melakukan penerapan *timing* dalam pasar ekuitas memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hasil dari penelitian tersebut juga menjelaskan bahwa terdapat pengaruh jangka panjang (persisten) dalam *market timing* ekuitas penelitiannya.

Teori *equity market timing* mempunyai dua versi (Baker & Wurgler, 2002). Versi pertama adalah versi dinamis yang dikembangkan oleh Myers & Majluf (1984) menjelaskan bahwa manajer dan investor merupakan orang dengan pemikiran yang rasional. Versi kedua adalah versi yang mendukung penjelasan Baker & Wurgler (2002). Pada penelitiannya dijelaskan bahwa manajer menganggap investor adalah orang yang irasional dan manajer akan melakukan penerbitan ekuitas pada saat biaya ekuitas tersebut dianggap sedang berada pada level yang lebih rendah dari biasanya. Versi yang mendukung penjelasan Baker & Wurgler (2002) dapat menjelaskan penggunaan rasio *market to book* sebagai perwakilan untuk persepsi manajer terhadap *misvaluation* yang terjadi di pasar ekuitas.

Variabel *market to book* digunakan oleh Baker & Wurgler untuk melihat sebuah usaha perusahaan dalam melakukan *equity market timing*. Baker & Wurgler (2002) dalam Sulistyowati (2015) menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan modal eksternal ketika harga saham relatif tinggi lebih mungkin menurunkan tingkat *leverage*, maka hal tersebut menjelaskan bahwa para manajer mengambil keuntungan jangka pendek dari keadaan

harga saham yang *overvalued* dan akan digunakan untuk membiayai kebutuhan modal dengan menerbitkan saham. Baker & Wurgler (2002) menyatakan bahwa nilai rasio *market to book* yang tinggi menjadi indikasi yang baik untuk menerbitkan ekuitas. Perusahaan akan cenderung untuk meminimalisir pendanaan dari *leverage*, maka dalam penelitian ini struktur modal akan diwakilkan oleh *leverage*.

Baker & Wurgler (2002) dari hasil penelitian dengan regresi sederhana menemukan bahwa histori *market to book* terhadap *leverage* berpengaruh negatif. Baker & Wurgler (2002) menjelaskan dalam proses penelitian jangka panjang dari efek *equity market timing* dengan menggunakan *MBefwa*, hasilnya menjelaskan bahwa *MBefwa* mempengaruhi struktur modal dalam jangka panjang selama 10 tahun. Penelitian Baker & Wurgler (2002) menunjukkan bukti teori *equity market timing* dengan mengambil sampel perusahaan di Amerika yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) dalam periode kurun waktu 1968-1999.

Penelitian Baker & Wurgler (2002), menemukan bahwa sesuai dugaan, *asset tangibility* memiliki hubungan positif terhadap tingkat hutang. Tingkat profitabilitas juga sesuai 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.

2.1.2 Struktur Modal

Penelitian tentang struktur modal sudah banyak dilakukan oleh para peneliti. Penelitian yang cukup terkenal membahas mengenai struktur modal adalah penelitian yang dilakukan oleh Myers (1984) dalam penelitiannya yang berjudul “*The Capital Structure Puzzle*”. Penelitian yang dilakukan Myers & Majluf (1984) menjelaskan bahwa permasalahan struktur modal lebih sulit dibanding dengan permasalahan dividen.

Struktur modal adalah kombinasi dari hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan (Bringham & Houston, 2018). Weston & Copeland (1996) mendefinisikan struktur modal sebagai sumber pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan ekuitas. Struktur modal adalah keseimbangan antara penggunaan ekuitas dan penggunaan pinjaman jangka panjang, yaitu jumlah ekuitas dan jumlah hutang yang jatuh tempo akan digunakan secara optimal.

Angeliend (2014) menjelaskan bahwa struktur modal merupakan masalah finansial yang harus dihadapi oleh manajer keuangan. Mengatur hutang dan penerbitan saham, baik saham biasa atau saham preferen yang wajib dimanfaatkan oleh perusahaan, merupakan masalah yang akan dihadapi oleh para manajer. Struktur modal yang baik adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan *return* untuk memaksimalkan harga saham. Perusahaan dengan struktur modal yang

optimal juga akan menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal, maka tidak hanya perusahaan yang diuntungkan, tetapi juga pemegang saham.

Myers (1984) menjelaskan bahwa terdapat dua konsep dalam pemahaman struktur modal. Konsep pertama terdapat pada kerangka kerja *static trade off*. Perusahaan yang telah menentukan target rasio *debt to value* akan secara perlahan berusaha untuk memenuhi target tersebut. Konsep tersebut juga dapat dilihat dalam hal dividen, yaitu perusahaan akan menyesuaikan kebijakan dividen terhadap pembayaran pengembalian dividen yang akan ditetapkan.

Konsep berpikir kedua yang dijelaskan oleh Myers (1984), yaitu kerangka kerja *old fashioned pecking order*. Konsep ini menjelaskan bahwa perusahaan akan mendahulukan pendanaan dan kemudian menggunakan pendanaan eksternal dan menerbitkan hutang lebih dahulu dibandingkan penerbitan ekuitas. Teori *peacking order* murni menjelaskan bahwa sebuah perusahaan tidak akan memiliki target rasio *debt to asset value* yang terdefinisi dengan baik.

Myers (1984) memodifikasi teori *peacking order*. Penelitian tersebut kemudian menghasilkan empat kesimpulan mengenai struktur modal. Pertama perusahaan memiliki alasan yang baik untuk menghindari melakukan pendanaan dengan cara menerbitkan saham atau instrumen keuangan lainnya, dikarenakan manajer memiliki ketakutan menerbitkan saham di harga yang terlalu rendah.

Kesimpulan kedua, manajer-manajer keuangan menetapkan target rasio pembayaran dividen dengan tujuan tingkat normal investasi dalam ekuitas dapat dicapai dengan pendanaan internal yang akan perlahan bertumbuh. Kesimpulan ketiga, perusahaan juga memiliki rencana untuk menutupi sebagian dari rencana anggaran investasi dengan menggunakan pinjaman baru, namun tetap akan menahan diri agar tingkat hutang tetap berada pada tingkatan yang aman. Kesimpulan keempat, karena rasio pembayaran dividen sangat diperhatikan dan kesempatan investasi fluktuatif jika dibandingkan dengan arus kas internal, maka perusahaan dari waktu ke waktu akan kehilangan kemampuan untuk menerbitkan hutang yang berisiko kecil. Pada saat hal itu terjadi, perusahaan akan memiliki kebijakan untuk menerbitkan hutang dari risiko terkecil terlebih dahulu lalu menerbitkan ekuitas, seperti saham.

Myers (2001) membahas struktur modal dilakukan untuk berusaha memahami kondisi kombinasi sekuritas dan sumber pendanaan yang tepat yang akan dipakai untuk perusahaan mendanai kegiatan operasional. Struktur modal yang optimal ketika sebuah perusahaan berhasil memiliki komposisi ekuitas dan hutang yang tepat, maka dapat terjadi apabila nilai perusahaan dan biaya modal perusahaan memiliki keseimbangan (Angeliend, 2014).

Myers (2001) menyebutkan bahwa tidak ada teori umum yang dapat menjelaskan tentang keputusan perusahaan melakukan pemilihan

pendanaan menggunakan penerbitan ekuitas ataupun hutang, namun ada sebuah teori yang menjelaskan mengenai permasalahan struktur modal, yaitu teori *trade-off*, teori *pecking order*, dan teori *free cash flow*. Teori *trade-off* menyatakan bahwa perusahaan mencapai tingkat hutang yang seimbang dengan keuntungan pajak dari tambahan hutang dibanding kemungkinan biaya *financial distress* (Myers, 2001).

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

Penelitian Myers (2001) membuktikan bahwa terdapat bukti nyata tentang 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.

Baker & Wurgler (2002) menjelaskan selain dari ketiga teori Myers (2001) terdapat sebuah teori struktur modal yang disebut teori *market timing*. Baker & Wurgler (2002) meyakini teori struktur modal yang didasarkan *market timing* adalah teori yang secara natural menjelaskan

mengenai perilaku *equity market timing*. Penelitian yang dilakukan Baker & Wurgler (2002) sejalan dengan versi kedua dari teori *equity market timing* yang menjelaskan bahwa investor merupakan orang yang memiliki pemikiran yang irasional dan meyakini kondisi *mispricing* atau munculnya dugaan mengenai terjadinya *mispricing*.

2.1.3 Initial Public Offering (IPO)

Initial Public Offering (IPO) merupakan kegiatan penawaran atau penjualan saham suatu perusahaan untuk pertama kalinya kepada masyarakat atau publik di pasar modal. Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam undang-undang tersebut dan peraturan pelaksanaannya. Penawaran perdana atau IPO adalah salah satu cara perusahaan untuk menghimpun dana modal perusahaan. Perusahaan yang melakukan IPO akan menjual saham (emiten) dan menukar sebagian hak kepemilikannya kepada masyarakat (pembeli) dengan modal yang didapatkan dari pembelian saham perusahaan tersebut.

Perusahaan yang akan melakukan IPO harus menyelesaikan semua ketentuan dan persyaratan tentang jumlah minimal modal disetor serta jumlah minimum dari kepemilikan saham (Purnama Harahap *et al.*, 2020). Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal sudah

mengatur regulasi bagi perusahaan yang akan melakukan IPO di Indonesia. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 menjelaskan bahwa sebuah perseroan terbatas wajib memiliki sekurang-kurangnya 300 pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp3.000.000.000,00 atau sejumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan mengacu kepada peraturan pemerintah.

Perusahaan yang sudah menyesuaikan anggaran dasar dapat melanjutkan proses penawaran umum agar dapat mengubah status perusahaan dari perseroan terbatas menjadi perusahaan terbuka (Purnama Harahap *et al.*, 2017). Perusahaan yang akan melakukan penawaran umum harus mempersiapkan beberapa hal untuk membuat proses penawaran menjadi baik. Bursa Efek Indonesia dalam situs resminya melansir beberapa proses yang terlebih dahulu harus dilakukan perusahaan yang memutuskan untuk melakukan penawaran, proses tersebut adalah:

a. 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.

b. 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.

c. 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.

d. 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

Baker & Wurgler (2002) dalam penelitiannya menggunakan 3 variabel kontrol, yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *asset*

tangibility. Variabel tersebut diambil dari variabel penelitian yang dilakukan oleh Rajan & Zingales (1995) yang memiliki pengaruh terhadap *leverage*. Menurut Rajan & Zingales (1995) terdapat empat variabel yang mempengaruhi *leverage*, yaitu *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. Keempat variabel dalam penelitian Rajan & Zingales (1995) digunakan karena keempat variabel tersebut paling konsisten menunjukkan hubungan terhadap *leverage* dan adanya keterbatasan dalam data yang tersedia, maka menjadikan kurangnya pengembangan proksi untuk faktor atau variabel lain.

2.1.4.1 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur seberapa efisien perusahaan beroperasi dan menggunakan asetnya. Profitabilitas merupakan gambaran dan kinerja manajerial dalam pengelolaan perusahaan. Mengukur profitabilitas dapat menggunakan beberapa metrik seperti laba operasi, laba bersih, laba atas investasi atau aset, dan laba atas ekuitas.

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 tingkat yang efektif dan mendorong perusahaan untuk melakukan komitmen untuk memberikan uang dengan cara meningkatkan hutang.

Rajan & Zingales (1995) menggunakan *return on asset* (ROA) untuk mengukur *profitabilitas* terhadap *leverage*. Baker & Wurgler (2002) juga mengaitkan profitabilitas dengan tersedianya dana internal dalam perusahaan yang menjadikan nilai *leverage* berkurang. Teori ini juga sejalan dengan teori *pecking order*.

2.1.4.2 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan ada kaitannya dengan besar atau kecilnya sebuah perusahaan. Ada tiga kategori yang membedakan ukuran perusahaan, yaitu perusahaan berukuran besar, perusahaan menengah, dan perusahaan kecil (Yuliana *et al.*, 2017).

Menurut Rajan & Zingales (1995) masih sangat ambigu dalam menentukan ukuran perusahaan. Apabila ukuran suatu perusahaan besar, maka akan lebih jauh dari kemungkinan

kebangkrutan, sebaliknya ukuran perusahaan yang kecil diasumsikan dapat mengalami kebangkrutan. Oleh karena itu 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.

Rajan & Zingales (1995) menjelaskan ukuran perusahaan menggunakan hasil dari jumlah penjualan bersih, maka hal ini juga diterapkan oleh Baker & Wurgler (2002) dalam penelitiannya. Ukuran perusahaan sering digunakan sebagai indikator kemungkinan kebangkrutan perusahaan. Perusahaan dengan ukuran besar akan lebih mudah mendapatkan pinjaman atau modal bisnis karena perusahaan besar lebih mampu menghadapi krisis.

Pada penelitian ini akan digunakan kapitalisasi pasar atau *market capitalization (market cap)* untuk mengukur ukuran perusahaan. Rahardjo (2006) dalam Mufreni & Amanah (2015) menjelaskan bahwa kapitalisasi pasar (*market capitalization*) adalah nilai pasar dari saham yang diterbitkan suatu emiten. Menurut Downes (2008) dalam Mufreni & Amanah (2015) kapitalisasi pasar merupakan harga yang berlaku dari sekuritas. Kapitalisasi pasar mencerminkan nilai kekayaan perusahaan saat ini yang merupakan

suatu pengukuran terhadap ukuran perusahaan (*size*). Perusahaan bisa saja mengalami kegagalan (kerugian) maupun kesuksesan (keuntungan). Semakin besar kapitalisasi pasar yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut.

2.1.4.3 *Asset Tangibility*

Asset tangibility merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Rajan & Zingales (1995) dalam Sulistyowati (2015) menyatakan bahwa perusahaan yang semakin besar aktiva tetapnya akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan hutang. Menurut Rajan & Zingales (1995), *asset tangibility* dapat dinyatakan sebagai perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Baker & Wurgler (2002) mendefinisikan *asset tangibility* sebagai perbandingan antara *net plant*, properti, dan *equipment* dengan total aset.

Asset tangibility menunjukkan seberapa besar jumlah aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan. Tingginya rasio *asset tangibility* dari suatu perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk memberikan jaminan kepada kreditur. Semakin besar jumlah jaminan yang tersedia untuk ditawarkan kepada pemberi hutang, maka tingkat hutang akan semakin tinggi.

Dalam teori *trade-off*, aset tetap berwujud perusahaan akan memberikan dampak yang positif terhadap tingkat hutang dikarenakan perusahaan dipercayai memiliki aset yang banyak sehingga dapat meningkatkan kepercayaan yang tinggi dari kreditur. Kepercayaan kreditur yang tinggi akan mempermudah perusahaan dalam memperoleh pinjaman yang tinggi. Menurut Rajan & Zingales (1995) jika sebagian besar aset adalah aset berwujud (*tangible*), maka seharusnya aset dapat berfungsi sebagai jaminan (*collateral*).

Menurut Rajan & Zingales (1995) *asset tangibility* bisa disebut sebagai komparasi antara aset tetap dan total aset yang ada dalam perusahaan tersebut. Hal tersebut juga didukung oleh Yuliawati (2016) dalam penelitiannya yang menghitung dengan rumus yang sama, yaitu aset tetap dibagi dengan total aset.

2.1.4.4 Rasio *Market to Book* (Kesempatan Investasi)

Menurut Myers dalam (Rajan & Zingales, 1995), perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi mudah melewatkan kesempatan investasi menguntungkan. Perusahaan yang memiliki keinginan untuk tumbuh dimasa depan akan lebih baik jika menggunakan lebih banyak sumber pendanaan melalui penerbitan ekuitas. Rajan & Zingales menggunakan rasio *market to book* sebagai indikator peluang investasi.

Kesempatan investasi mengacu pada peluang yang tersedia bagi individu atau organisasi untuk menempatkan modal perusahaan ke dalam aset atau proyek yang diharapkan akan menghasilkan keuntungan atau pendapatan di masa depan. 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 *et al.*, 2017). Dalam penelitian Baker & Wurgler (2002) menyebutkan bahwa rasio *market to book* juga dapat digunakan untuk menjadi perwakilan dari kesempatan investasi selain untuk mewakili *mispricing* pasar.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang terdahulu merupakan hal yang penting dalam penelitian ini dan sudah ada beberapa peneliti yang membahas mengenai *equity market timing* yang dapat dijadikan sebagai referensi serta sebagai salah satu sumber data pendukung yang sesuai dengan topik penelitian yang telah dipilih, beberapa penelitian tersebut diantaranya:

1. Penelitian yang dilakukan oleh Baker & Wurgler (2002) dengan judul "*Market Timing and Capital Structure*" bertujuan untuk mengetahui pengaruh dampak *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan dan mencari apakah ada efek jangka panjang dari pengaruh tersebut. Penelitian ini menggunakan rasio *market to book* untuk menilai

kesempatan penentuan waktu pasar yang dirasakan oleh para manajer. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang rendah cenderung mengumpulkan dana ketika valuasi mereka tinggi, dan sebaliknya. Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa fluktuasi dalam penilaian pasar mempengaruhi struktur modal perusahaan selama periode satu dekade.

2. Miswanto (2013) melakukan penelitian berjudul "*Market Timing* dan Pengaruhnya terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Indonesia yang IPO Tahun 2000–2008". Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat *market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia, serta apakah *equity market timing* dalam jangka panjang mempengaruhi struktur modal perusahaan tersebut. Penelitian ini menggunakan data panel untuk memeriksa perusahaan manufaktur Indonesia yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2000 hingga 2008. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat *equity market timing* pada struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia. Oleh karena itu, ada indikasi kegiatan penerbitan saham tinggi dan pembelian kembali dengan harga rendah terjadi. Hasil ini juga menunjukkan bagaimana *equity market timing* secara konsisten mempengaruhi struktur modal.
3. Penelitian yang dilakukan oleh Ratih (2021) dengan judul "*Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence on Post-IPO Firms in Indonesia*" bertujuan untuk menganalisis dan mengevaluasi dampak

equity market timing terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia. Studi ini menggunakan sampel perusahaan *non-finansial* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) setelah melakukan IPO pada periode 2000-2015. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penentuan waktu pasar ekuitas mempengaruhi komposisi modal perusahaan. Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Sementara itu, tangibilitas aset memiliki pengaruh positif terhadap *leverage*, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

4. Penelitian yang dilakukan oleh Xu (2009) dengan judul "*The Impact of Market timing on Canadian and U.S. Firms' Capital Structure*". Penelitian ini menggunakan variabel *leverage* sebagai perwakilan struktur modal dan *External finance weighted average of market to book ratio* (EFWAMB) sebagai perwakilan teori *equity market timing* dengan hasil *market timing* berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal perusahaan Amerika Serikat, tetapi tidak berpengaruh terhadap struktur modal di Kanada.
5. Penelitian Kornher & Stiernström (2022) yang berjudul "*Market Timing Theory of Capital Structure: A Panel Data Study of Swedish Real Estate Firms*" bertujuan untuk memberikan pemahaman mengenai pengaruh penerapan penentuan *equity market timing* pada perusahaan-perusahaan *real estate* di Swedia. Variabel independen dalam penelitian ini adalah penentuan *equity market timing* yang diukur dengan rasio *market value*

terhadap *book value*. Variabel dependen adalah struktur modal yang diukur dengan *leverage*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penerapan penentuan waktu pasar ekuitas berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka pendek.

2.3 Kerangka Penelitian

2.3.1 Pengaruh *Equity Market Timing* pada Struktur Modal Perusahaan

Pada dasarnya manajemen keuangan memiliki tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan tersebut dapat dilihat dari keputusan-keputusan manajer dalam memaksimalkan nilai perusahaan. Manajer keuangan dalam mengambil keputusan keuangan yang menjadi tanggung jawab utama dibagi menjadi tiga, yaitu *investment decision*, *financing decision*, dan *dividend decision*. Dalam melaksanakan *financing decision*, manajer keuangan harus mencari alternatif sumber dana atau kombinasi sumber dana optimal yang akan dipilih guna mendanai berbagai alternatif investasi (Pratiwi, 2019). Penelitian terdahulu bisa menjadi acuan dalam pengambilan keputusan manajer keuangan. Penerapan *equity market timing* pada struktur modal dapat memunculkan keuntungan pemegang saham.

Equity market timing yang dikemukakan oleh Baker & Wurgler (2002) menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan akan membeli

kembali *equity* pada saat *market value* rendah. Ketika *market value* tinggi (*overvalued*), maka perusahaan cenderung menerbitkan saham dibandingkan menerbitkan hutang. Hal tersebut dilakukan karena saat *market to book* tinggi perusahaan akan mendapatkan hasil penjualan saham yang tinggi dibandingkan saat *market to book* sedang rendah. Hasil keuntungan melalui penjualan saham yang tinggi dapat mengurangi tingkat hutang dari modal. Berdasarkan uraian tersebut dapat diasumsikan bahwa *equity market timing* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

2.3.2 Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap *Leverage*

Penelitian ini akan membahas faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat hutang perusahaan. Penelitian ini juga memiliki tujuan untuk mencari tahu apakah variabel kontrol seperti ukuran perusahaan, *asset tangibility*, dan profitabilitas, memiliki pengaruh terhadap *leverage*. Terdapat beberapa faktor lain yang dianggap berpengaruh terhadap *leverage*, faktor ini adalah ukuran perusahaan, *asset tangibility*, dan profitabilitas. Faktor tersebut 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

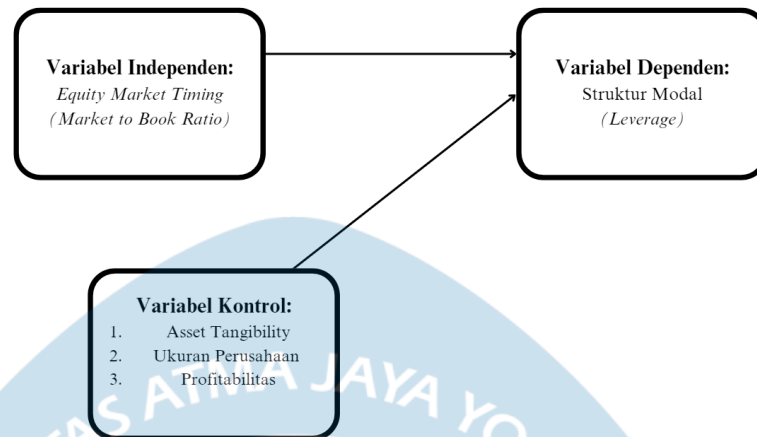
tingkat kepercayaan yang lebih tinggi terhadap perusahaan. Dengan begitu, diasumsikan bahwa *asset tangibility* memiliki pengaruh positif terhadap tingkat hutang (*leverage*).

Semakin besar ukuran sebuah perusahaan, kemungkinan terjadinya asimetris informasi perusahaan di masyarakat akan berkurang dan akan meningkatkan kepercayaan masyarakat juga kreditur terhadap perusahaan. Dengan begitu, maka diasumsikan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *leverage* 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

Berdasarkan kajian teori yang telah dijelaskan sebelumnya, maka dapat disusun kerangka penelitian pada Gambar 1.1 berikut:



Gambar 1.1 Model riset

(Sumber: penulis, 2024)

2.5 Hipotesis

Baker & Wurgler (2002) menjelaskan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil kumulatif dari usaha di masa lalu yang digunakan untuk menentukan *timing* yang tepat di pasar ekuitas. *Equity market timing* lebih mengarah pada kegiatan penerbitan saham saat harga sedang tinggi dan melakukan pembelian kembali pada saat harga saham relatif rendah, dengan tujuan untuk mengambil keuntungan dari fluktuasi pasar. Penelitian Baker & Wurgler (2002), menemukan bahwa penerapan *equity market timing* yang direpresentasikan menggunakan rasio *market to book value* memiliki pengaruh pada struktur modal lewat penurunan jumlah *leverage*. Oleh karena itu, struktur modal akan diproksikan dengan *leverage*.

Ukuran perusahaan, profitabilitas dan *asset tangibility* digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini. Rajan & Zingales (1995) menjelaskan ukuran perusahaan, profitabilitas dan *asset tangibility* menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi terhadap *leverage*. Penelitian Fahima *et al.* (2016), menemukan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage*. Ratih (2021) menemukan bahwa aset berwujud memiliki efek positif pada *leverage* dan menemukan profitabilitas berdampak negatif terhadap hutang. Secara umum, hipotesis yang ingin diuji pada penelitian ini adalah:

H_1 : Penerapan *equity market timing* memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*