



**ANALISIS PENGARUH *MARKET TIMING* TERHADAP
STRUKTUR MODAL**

**(Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Melakukan IPO
di BEI Periode 2008-2012)**

SKRIPSI

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
Pada Universitas Negeri Semarang**

Oleh

Yulaichah

7311413066

UNNES

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

JURUSAN MANAJEMEN

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

2017

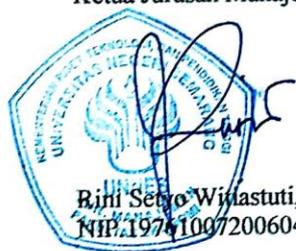
PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh pembimbing dan diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : Senin

Tanggal : 9 Oktober 2017

Mengetahui,
Ketua Jurusan Manajemen

Riji Setyo Wirlastuti, S.E., M.M.
NIP. 197410072006042002

Pembimbing



Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si
NIP. 197001062008121001

PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di hadapan Sidang Panitia Skripsi Fakultas
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Senin

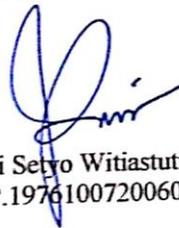
Tanggal : 16 Oktober 2017

Penguji I



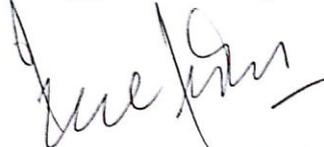
Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M.
NIP. 197507262000121001

Penguji II



Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.
NIP. 197610072006042002

Penguji III



Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si
NIP. 197001062008121001



Dr. Wahyono, M.M.
NIP. 195601031983121001

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Yulaichah

NIM : 7311413066

Tempat, Tanggal Lahir : Wonosobo, 6 Desember 1994

Alamat : Desa Tegalsari RT. 01 RW. 01 Kecamatan Garung,
Kabupaten Wonosobo, Jawa Tengah.

Menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau teman orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila dikemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, 9 Oktober 2017



Yulaichah
NIM 7311413066

MOTTO DAN PESEMBAHAN

MOTTO

“Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan.”

(Q.S. Al-Insyirah: 6)

“When you’re going through something hard and you start wondering where Allah is, just remember, the teacher is always quiet during a test.”

(Nouman Ali Khan)

PERSEMBAHAN

Skripsi ini saya persembahkan untuk:

1. Ibu dan Bapakku Tercinta
2. Almamater Unnes

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

PRAKATA

Segala puji bagi Allah Tuhan pencipta langit dan bumi yang telah melimpahkan karunia-Nya kepada penulis, sehingga dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “ANALISIS PENGARUH *MARKET TIMING* TERHADAP STRUKTUR MODAL”.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini mendapatkan bantuan dari berbagai pihak, baik moril maupun materil. Oleh karena itu, dengan segala ketulusan hati izinkan penulis menyampaikan ucapan terimakasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman M.Hum, Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan fasilitas kepada penulis selama studi.
2. Dr. Wahyono M.M, Dekan Fakultas Ekonomi yang telah memberikan izin penelitian ini.
3. Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M., Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
4. Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si., dosen pembimbing skripsi yang telah berkenan meluangkan waktu untuk memberikan bimbingan, arahan, dan bantuan sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi.
5. Dr. S. Martono, M.Si., Dosen Wali yang telah memberikan arahan dan motivasi.
6. Para bapak dan ibu dosen Jurusan Manajemen yang telah membekali ilmu yang bermanfaat kepada penulis selama studi.
7. Keluargaku tercinta yang selalu mendoakan, memberi dukungan, dan motivasi kepada penulis.

8. Teman-teman Jurusan Manajemen angkatan 2013 yang selalu memberi motivasi baik berupa sharing pendapat, ilmu dan hal-hal lain yang berkaitan dengan pembuatan skripsi ini.
9. Teman-teman kos IR 60 yang senantiasa mengingatkan dan mendorong penulis untuk mengerjakan skripsi.
10. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan, yang telah membantu dalam penyelesaian skripsi ini.

Akhir kata, semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak khususnya bagi pembaca. Semoga Allah SWT membalas semua kebaikan semua pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Semarang, Oktober 2017

Penulis
UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

SARI

Yulaichah. 2017. *Analisis Pengaruh Market Timing terhadap Struktur Modal Perusahaan Non Keuangan yang Melakukan IPO di BEI Periode 2008-2012.* Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing: Moh. Khoiruddin S.E., M.Si.

Kata kunci: *Market Timing, Struktur Modal.*

Perusahaan memerlukan sumber pendanaan untuk melakukan investasi yang menguntungkan. Sumber pendanaan ini bisa berasal dari dalam perusahaan atau luar perusahaan. Seorang manajer harus menentukan kombinasi yang tepat antara keduanya untuk membentuk struktur modal yang optimal. Baker dan Wurgler (2002) mengembangkan teori struktur modal yang relatif baru yaitu *market timing*. Teori *market timing* berbeda dengan dua teori struktur modal sebelumnya yaitu *static trade-off* dan teori *pecking order*. *Market timing* merupakan praktik perusahaan menerbitkan saham pada saat harga saham di pasar tinggi dan menarik kembali saham pada saat harga saham di pasar rendah. Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah ada pengaruh *market timing* pada struktur modal perusahaan non keuangan di Indonesia pada tahun IPO dan setelah IPO. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008-2012.

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, dan terpilih 74 perusahaan yang sesuai dengan kriteria pengambilan sampel. Penelitian ini menggunakan 3 variabel kontrol yaitu profitabilitas, *size*, dan *asset tangibility*. Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *market timing* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada tahun IPO. Sedangkan setelah IPO (IPO+1, IPO+2, dan IPO+3) pengaruh *market timing* terhadap struktur modal hilang, yang ditandai dengan peningkatan tingkat *leverage* setelah IPO. Variabel kontrol yang konsisten berpengaruh terhadap struktur modal adalah *size*. Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal 2 tahun setelah IPO (IPO+2) dan 3 tahun setelah IPO (IPO+3). *Asset tangibility* tidak berpengaruh terhadap struktur modal baik pada tahun IPO dan setelah IPO (IPO+1, IPO+2, dan IPO+3).

Simpulan dari penelitian ini adalah perusahaan non keuangan memfokuskan *timing* dalam melakukan pendanaan eksternal dengan melakukan IPO. Saran bagi penelitian selanjutnya dapat menggunakan model penelitian yang dilakukan oleh Alti (2006) memasukkan *cold market* dan *hot market* dalam mengukur *market timing*. Bagi perusahaan memperhatikan indikator waktu (*timing*) ketika mengambil keputusan pendanaan untuk mencapai struktur modal yang optimal.

ABSTRACT

Yulaichah. 2017. "The Influence of Capital Structure Market Timing on Non-Financial Firms in IDX period 2008-2012". Management Departement. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Supervisor: Moh. Khoiruddin SE, M.Si.

Keywords: Market Timing, Capital Structure.

The firms need financial resources to make a profitable investment. This financial resources can be from internal or external. A manager have to determines the combination between internal resources and external resources to form an optimal capital structure, therefore he needs references to rise an optimal capital sructure. Recently a new theory of capital structure developed by Baker and Wurgler (2002), that is market timing. Market timing theory differed with two previous theories, pecking order theory and trade-off theory. Market timing refers to the practice issuing shares at high prices and repurchasing at low prices. This study aims to test whether there is market timing effect on capital structure of non-financial firms in Indonesia in the IPO year and after IPO year (IPO+1, IPO+2, and IPO+3).

The population in this study are non-financial firms that undertaking IPO in Indonesia Stock Exchange (IDX) period 2008-2012. The sampling technique using purposive sampling method, and selected 74 firms that covered sample criteria. This study using 3 control variabels, they are profitability, size and asset tangibility. Analysis method using multiple linear regression.

The result of this study shows that market timing has significant effect on capital structure in the IPO year while after IPO year (IPO+1, IPO+2, and IPO+3) the effect of market timing on capital structure vanished, which in indicated by the rise of the leverage level after IPO. Control variabel that consistence has positive effect on capital structure is size. Profitability has negative effect on capital structure in IPO+2 and IPO+3. Asset tangibility has no effect on capital structure in IPO year and after IPO year.

The conclusion of this study is that non-financial firms focus on timing in external financing by IPO. Suggestions for further research using Altı's research model that include cold market and hot market to measure market timing. For firms can concern to time indicatore to make financial decisions to achieve an optimal capital structure.

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR ISI

| | Halaman |
|---|----------------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| PERSETUJUAN PEMBIMBING | ii |
| PENGESAHAN KELULUSAN | iii |
| PERNYATAAN | iv |
| MOTTO DAN PERSEMBAHAN | v |
| PRAKATA | vi |
| SARI | viii |
| ABSTRACT | ix |
| DAFTAR ISI | x |
| DAFTAR TABEL | xiv |
| DAFTAR GAMBAR | xv |
| DAFTAR LAMPIRAN | xvi |
| BAB I PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1. Latar Belakang | 1 |
| 1.2. Rumusan Masalah | 9 |
| 1.3. Tujuan Penelitian dan Manfaat Penelitian | 10 |
| 1.3.1. Tujuan Penelitian | 10 |
| 1.3.2. Manfaat Penelitian | 10 |
| BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN | 12 |
| 2.1. Kajian Teori Utama..... | 12 |

| | |
|--|-----------|
| 2.1.1. Teori <i>Market Timing</i> | 12 |
| 2.2. Kajian Variabel Penelitian | 14 |
| 2.2.1. Struktur Modal | 14 |
| 2.2.2. <i>Market Timing</i> | 15 |
| 2.3. Kajian Penelitian Terdahulu..... | 15 |
| 2.4. Kerangka Berpikir..... | 21 |
| 2.5. Hipotesis Penelitian..... | 23 |
| BAB III METODE PENELITIAN | 24 |
| 3.1. Jenis dan Desain Penelitian..... | 24 |
| 3.2. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel | 24 |
| 3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel..... | 25 |
| 3.3.1. Variabel Dependen..... | 25 |
| 3.3.2. Variabel Independen | 26 |
| 3.3.3. Variabel Kontrol..... | 26 |
| 3.4. Metode Pengumpulan Data..... | 28 |
| 3.5. Metode Analisis Data..... | 29 |
| 3.5.1. Uji Statistik Deskriptif | 29 |
| 3.5.2. Uji Asumsi Klasik..... | 30 |
| 3.5.2.1. Uji Normalitas..... | 30 |
| 3.5.2.2. Uji Multikolinearitas | 31 |
| 3.5.2.3. Uji Autokorelasi..... | 31 |
| 3.5.2.4. Uji Heteroskedastisitas..... | 32 |
| 3.5.3. <i>Goodness of Fit Model</i> | 33 |

| | |
|--|-----------|
| 3.5.3.1. Uji Koefisien Determinasi (R^2)..... | 33 |
| 3.5.3.2. Uji F – Statistik | 34 |
| 3.5.4. Uji Hipotesis | 34 |
| 3.5.4.1. Analisis Regresi Berganda | 34 |
| 3.5.4.2. Uji t – Statistik | 37 |
| BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN..... | 38 |
| 4.1. Hasil Penelitian | 38 |
| 4.1.1. Uji Statistik Deskriptif | 38 |
| 4.1.2. Uji Asumsi Klasik..... | 41 |
| 4.1.2.1. Uji Normalitas..... | 41 |
| 4.1.2.2. Uji Multikolinearitas | 42 |
| 4.1.2.3. Uji Autokorelasi..... | 43 |
| 4.1.2.4. Uji Heteroskedastisitas..... | 44 |
| 4.1.3. <i>Goodness of Fit Model</i> | 45 |
| 4.1.3.1. Uji Koefisien Determinasi (R^2)..... | 45 |
| 4.1.3.2. Uji F – Statistik | 46 |
| 4.1.4. Uji Hipotesis | 48 |
| 4.1.4.1. Analisis Regresi Linier Berganda | 48 |
| 4.1.4.2. Uji t – Statistik | 58 |
| 4.2. Pembahasan..... | 62 |
| BAB V PENUTUP..... | 69 |
| 5.1. Simpulan | 69 |
| 5.2. Saran..... | 70 |

DAFTAR PUSTAKA.....71

LAMPIRAN.....74



UNNES

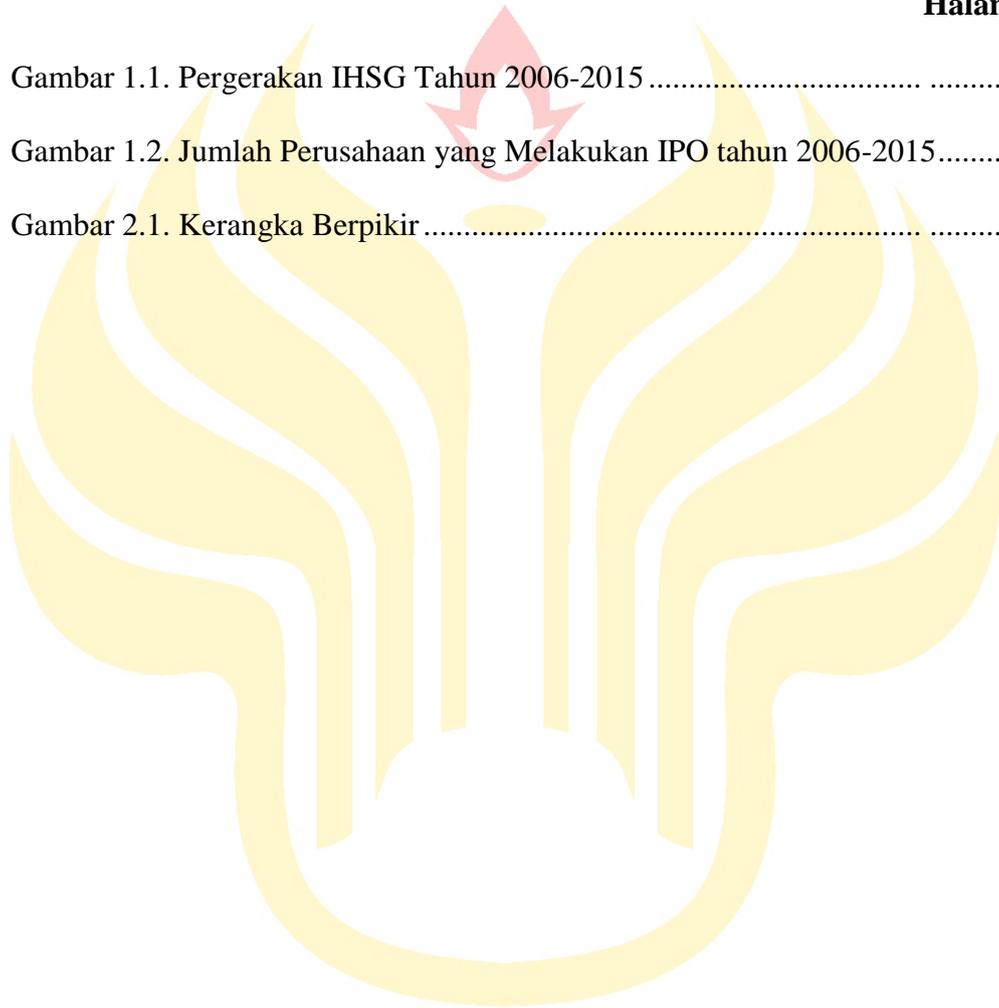
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR TABEL

| | Halaman |
|--|----------------|
| Tabel 1.1. <i>Research Gap</i> | 8 |
| Tabel 2.1. Ringkasan Penelitian Terdahulu | 19 |
| Tabel 3.1. Sampel Penelitian..... | 25 |
| Tabel 3.2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel..... | 27 |
| Tabel 4.1. Hasil Statistik Deskriptif..... | 39 |
| Tabel 4.2. Hasil Uji Normalitas | 42 |
| Tabel 4.3. Hasil Uji Multikolinearitas..... | 43 |
| Tabel 4.4. Hasil Uji Autokorelasi | 44 |
| Tabel 4.5. Hasil Uji Heteroskedastisitas | 45 |
| Tabel 4.6. Koefisien Determinasi..... | 45 |
| Tabel 4.7. Uji F – Statistik | 47 |
| Tabel 4.8. Analisis Regresi Linier Berganda IPO..... | 49 |
| Tabel 4.9. Analisis Regresi Linier Berganda IPO+1 | 51 |
| Tabel 4.10. Analisis Regresi Linier Berganda IPO+2 | 53 |
| Tabel 4.11. Analisis Regresi Linier Berganda IPO+3 | 56 |
| Tabel 4.12. Hasil Uji t – Statistik | 58 |
| Tabel 4.13. Hasil Penelitian | 61 |

DAFTAR GAMBAR

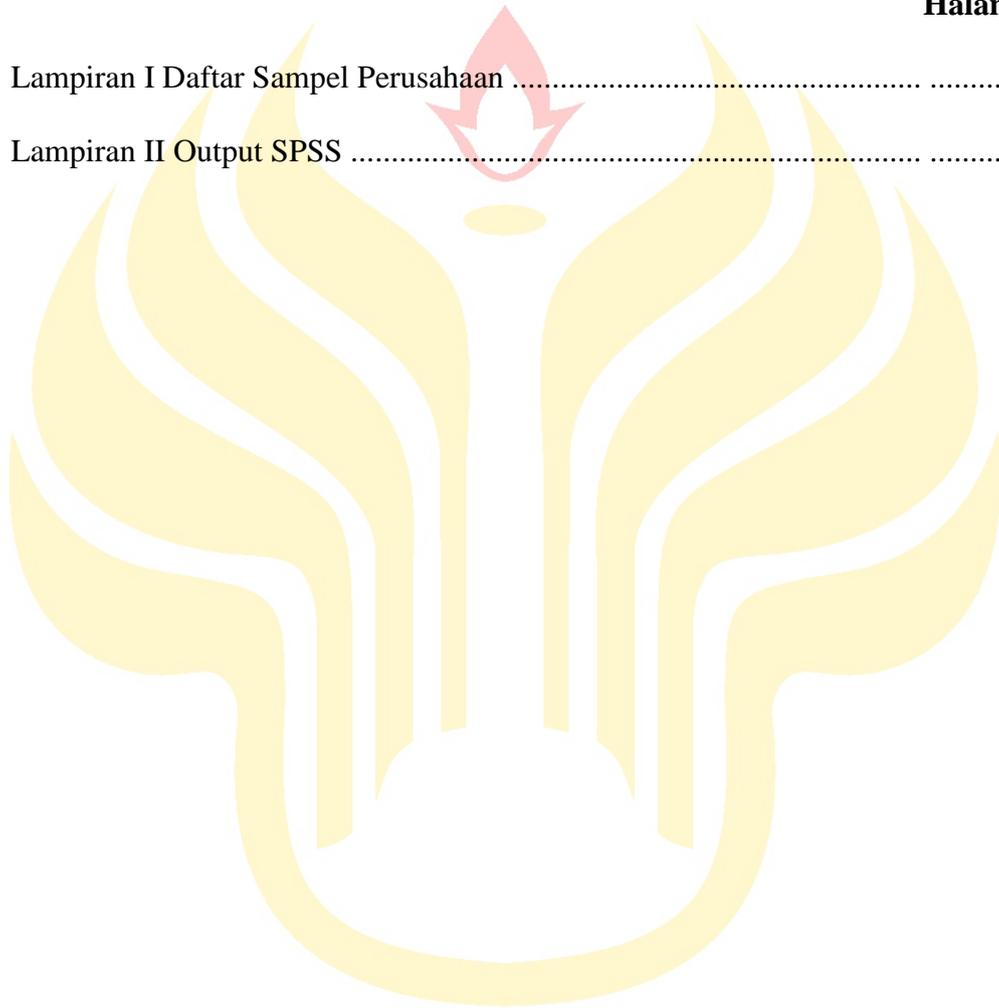
| | Halaman |
|---|----------------|
| Gambar 1.1. Pergerakan IHSG Tahun 2006-2015 | 5 |
| Gambar 1.2. Jumlah Perusahaan yang Melakukan IPO tahun 2006-2015..... | 5 |
| Gambar 2.1. Kerangka Berpikir | 22 |



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR LAMPIRAN

| | Halaman |
|---|----------------|
| Lampiran I Daftar Sampel Perusahaan | 75 |
| Lampiran II Output SPSS | 87 |



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimumkan kekayaan pemegang saham atau pemilik perusahaan (Brigham dan Houston, 2011). Kekayaan perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978). Menurut Hasnawati (2005) upaya untuk memaksimalkan harga saham adalah dengan melakukan investasi yang menguntungkan. Untuk melakukan investasi, perusahaan memerlukan sumber pendanaan. Sumber pendanaan perusahaan dapat berasal dari dalam (internal) atau dari luar (eksternal) (Myers, 1984). Sumber dana dari dalam perusahaan dapat diperoleh dari amortisasi, penyusutan, serta laba ditahan, sedangkan sumber dana dari luar perusahaan dapat diperoleh dengan hutang maupun emisi saham baru melalui *initial public offering* (IPO) bagi perusahaan yang belum *go public* (Harjito, 2011).

Menurut Hanafi (2016) IPO merupakan faktor penting dalam pendanaan perusahaan diseluruh dunia. Salah satu motivasi perusahaan melakukan IPO adalah untuk mengumpulkan dana semaksimal mungkin. Ritter dan Welch (2002) menyatakan bahwa alasan perusahaan melakukan IPO adalah keinginan untuk menaikkan modal ekuitas (*equity capital*) untuk perusahaan dan untuk menciptakan *public market* dimana pendiri dan pemegang saham lainnya dapat mengubah kekayaan mereka menjadi *cash* pada masa yang akan datang.

Seorang manajer harus menentukan kombinasi yang tepat antara pendanaan internal dan eksternal perusahaan agar perusahaan dapat membentuk struktur modal yang optimal. Struktur modal dapat dikatakan optimal apabila dapat meminimalkan biaya modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Brealey dkk, 2008). Menurut Ridloah (2010) untuk mencapai struktur modal yang optimal, perusahaan perlu meningkatkan profitabilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan.

Tinggi rendahnya struktur modal akan mempengaruhi para investor ketika akan menanamkan modalnya di dalam suatu perusahaan. Menurut Hernoyo (2013) para investor memerlukan informasi yang tepat untuk bertransaksi di lantai bursa sehingga dapat memilih investasi yang akan memaksimalkan keuntungannya. Sehingga struktur modal menjadi faktor yang penting bagi perusahaan, karena struktur modal merupakan cerminan kondisi keuangan perusahaan. Investor cenderung lebih tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan yang tingkat struktur modalnya rendah.

Pada umumnya manajemen perusahaan belum mengetahui kapan struktur modal perusahaannya optimal. Begitu juga investor, karena biasanya terdapat informasi yang asimetris di pasar modal sehingga tidak dapat memperkirakan nilai perusahaan secara pasti. Oleh karena itu diperlukan acuan yang dapat digunakan manajer perusahaan maupun investor supaya dapat mencapai struktur modal yang optimal (Wulandari, 2014).

Ada tiga teori utama yang menjadi acuan dalam menentukan kebijakan struktur modal yaitu teori *static trade-off*, teori *pecking order* dan teori *market*

timing (Huang dan Ritter, 2004). Huang dan Ritter (2004) menyatakan bahwa teori *static trade-off* fokus pada *trade-off* antara biaya hutang dan manfaat hutang. Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Dalam teori ini untuk menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *asymmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang (Myer, 2001).

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dengan laba ditahan, jika laba ditahan tidak mencukupi, perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal dengan utang atau penerbitan obligasi terlebih dahulu lalu menerbitkan saham (Myer, 1984). Dalam teori ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hirarki) dalam penggunaan dana.

Teori *market timing* ekuitas yang dikembangkan oleh Baker dan Wurgler (2002) menyatakan bahwa perusahaan akan menerbitkan saham pada saat harga saham perusahaan di pasar sedang tinggi serta membeli kembali saham pada saat harga saham di pasar sedang rendah (Baker dan Wurgler, 2002). Tujuan perusahaan melakukan *market timing* adalah untuk mengeksploitasi fluktuasi sementara yang terjadi pada biaya saham terhadap komponen biaya modal lainnya.

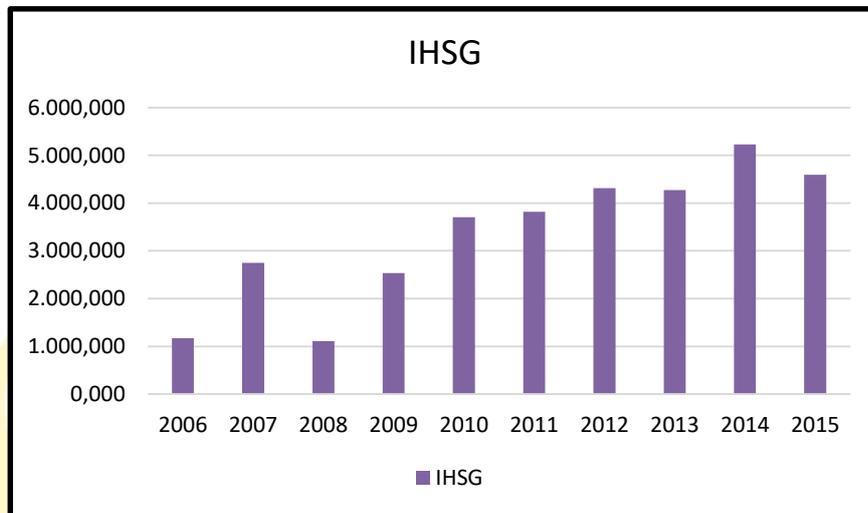
Menurut Saad dan Siagian (2011) salah satu praktik *market timing* adalah dengan memanfaatkan *mispricing* pada saham perusahaan di pasar untuk

memperoleh dana dengan *cost of capital* yang relatif rendah. *Mispricing* menilai harga saham *overvalue* atau *undervalue* dari nilai wajarnya. Implikasinya adalah jika saham dinilai *overvalue* dari nilai wajarnya, maka perusahaan cenderung untuk menerbitkan saham baru, dan jika saham dinilai *undervalue* dari nilai wajarnya, maka perusahaan cenderung untuk menerbitkan hutang dan membeli kembali sahamnya.

Mispricing terjadi karena adanya *overreaction* investor atas suatu peristiwa penting yang dianggap berpengaruh terhadap kinerja perusahaan di masa yang akan datang (De Bondt dan Thaler, 1985). Menurut Maharani dan Witiastuti (2015) *overreaction* terjadi karena investor terlalu berlebihan dalam menilai informasi terbaru yang dapat merubah persepsi dan ekspektasi terhadap suatu perusahaan, sehingga kurang memperhatikan informasi yang terdahulu.

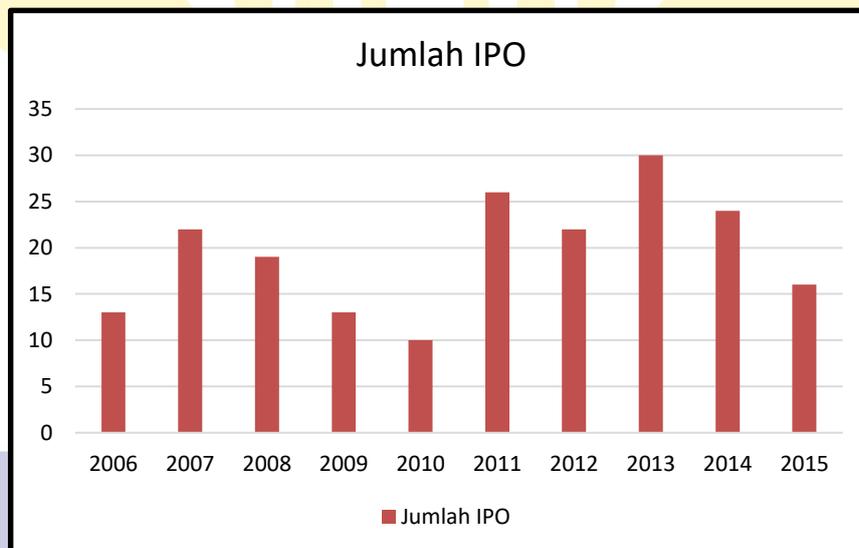
Menurut Miswanto (2013) praktik *market timing* dapat dilakukan di pasar yang tidak efisien. Dalam pasar yang tidak efisien *market timing* bermanfaat bagi pemegang saham yang ada atas biaya investor masuk (membeli saham) dan keluar atau (menjual kembali saham) pada pasar modal. Manajer mempunyai insentif untuk memberlakukan *market timing* pada keputusan pendanaan perusahaan jika mereka memperkirakan dan perhatian terhadap pemegang saham yang ada (Baker dan Wurgler, 2002).

Sejalan dengan teori *market timing*, naik turunnya IHSG di Indonesia diikuti dengan naik turunnya jumlah perusahaan yang melakukan IPO. Pergerakan IHSG dan jumlah perusahaan yang melakukan IPO secara jelas dapat dijelaskan dapat dilihat pada gambar 1.1. dan 1.2. berikut ini:



Gambar 1.1. Pergerakan IHSG Tahun 2006-2015

Sumber: www.idx.co.id, 2017



Gambar 1.2. Jumlah Perusahaan yang Melakukan IPO tahun 2006-2015

Sumber: www.idx.co.id, 2017

Berdasarkan gambar 1.1. dan 1.2. menunjukkan bahwa pada tahun 2007 dan 2011 IHSG meningkat diikuti dengan peningkatan jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun tersebut dan pada tahun 2008 dan 2015 IHSG turun

diikuti dengan penurunan jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun tersebut. Dengan demikian muncul dugaan adanya praktek *market timing* pada perusahaan di Indonesia.

Baker dan Wurgler (2002) melakukan penelitian dengan mengambil sampel perusahaan yang melakukan IPO di Amerika Serikat periode 1968-1999. Mereka mengukur *market timing* dengan *market-to-book ratio*. Hasilnya *market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Untuk meneliti pengaruh *market timing* dalam jangka panjang mereka menggunakan rata-rata tertimbang pendanaan eksternal (*external finance weighted average of market to book ratio - EFWAMB*) sebagai proksi *market timing*. Hasilnya menunjukkan bahwa EFWAMB berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka panjang (persisten) yaitu selama 10 tahun.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Baker dan Wurgler (2002), Alti (2006) menggunakan klasifikasi *hot market* dan *cold market* sebagai pengukuran *market timing*. Ia menemukan bahwa perusahaan yang melakukan IPO pada saat *hot-market* dianggap sebagai *market timers* menerbitkan ekuitas lebih signifikan dibanding perusahaan *cold-market*, dan *hot market* memiliki rasio *leverage* yang lebih rendah daripada *cold market*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal jangka pendek. Namun dalam jangka panjang *market timing* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, yang ditandai dengan adanya peningkatan rasio *leverage* setelah IPO.

Hovakimian (2006) melakukan penelitian pengaruh *market timing* pada struktur modal dengan memperlakukan *convertible debt* sebagai hutang. Hasil

penelitiannya menunjukkan bahwa pengaruh *market timing* terhadap struktur modal bersifat sementara. Pengaruh tersebut negatif signifikan terhadap struktur modal hanya pada tahun pertama setelah IPO (IPO+1).

Xu (2009) melakukan penelitian pengaruh *market timing* terhadap struktur modal perusahaan di Amerika Serikat dan Kanada. *Market timing* yang diukur dengan *historical market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan Amerika Serikat dalam jangka panjang, tetapi tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan di Kanada. Perusahaan Amerika Serikat cenderung menerbitkan ekuitas daripada utang ketika nilai pasarnya relatif lebih tinggi dari nilai buku dan nilai pasar masa lalu.

Saad dan Siagian (2011) melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang melakukan IPO di BEI tahun 1994-2008. Hasil penelitiannya menemukan *external finance weighted average market-to-book ratio* (EFWAMB) tahun sebelumnya berpengaruh negatif terhadap *leverage* pada IPO+4 sampai dengan IPO+10. Berdasarkan temuan tersebut dapat disimpulkan bahwa *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka panjang (*persistence*).

Miswanto (2013) melakukan penelitian pengaruh *market timing* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang melakukan IPO di Indonesia. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. *Historical market value* (EFWAMB) berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Celik dan Akarim (2013) melakukan penelitian pada perusahaan di Turki dengan mengadaptasi penelitian yang dilakukan Alti (2006), hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada dampak *market timing* terhadap struktur modal baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Wulandari (2014) dan Felicia dan Saragih (2015).

Penjelasan di atas dapat disimpulkan perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh *market timing* terhadap struktur modal pada tabel 1.1. berikut ini:

Tabel 1.1.
Research Gap

| Research Gap (1) | Peneliti (2) | Isu (3) | Temuan (4) |
|--|---|---|-----------------------|
| Perbedaan hasil pengaruh <i>market timing</i> terhadap struktur modal pada tahun IPO | Baker dan Wurgler (2002) | Apabila perusahaan menerbitkan saham pada saat harga saham sedang tinggi maka struktur modal yang dimiliki perusahaan akan turun. | Berpengaruh |
| | Xu (2009) | | Berpengaruh |
| | Miswanto (2013) | | Berpengaruh |
| | Alti (2006) | | Berpengaruh |
| | Celik dan Akarim (2013) | | Tidak berpengaruh |
| | Wulandari (2014) | | Tidak berpengaruh |
| | Felicia dan Ferdinand D. Saragih (2015) | | Tidak berpengaruh |
| Perbedaan hasil pengaruh <i>market timing</i> terhadap struktur setelah IPO | Baker dan Wurgler (2002) | <i>Market timing</i> berpengaruh terhadap struktur modal hingga bertahun-tahun setelah IPO. | Berpengaruh |
| | Miswanto (2013) | | Berpengaruh |
| | Hovakimian (2006) | | Berpengaruh |
| | Saad dan Siagian (2011) | | Berpengaruh |

| (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----|---|-----|-------------------|
| | Alti (2006) | | Tidak berpengaruh |
| | Wulandari (2014) | | Tidak berpengaruh |
| | Felicia dan Ferdinand D. Saragih (2015) | | Tidak berpengaruh |

Sumber: Penelitian terdahulu diolah (2017)

Dengan adanya fenomena gap dan *research gap* penelitian terdahulu penulis termotivasi untuk meneliti pengaruh *market timing* terhadap struktur modal pada perusahaan non keuangan yang melakukan IPO di BEI periode 2008-2012. Alasan penulis menggunakan sampel perusahaan pada sektor non keuangan karena sektor keuangan memiliki struktur modal yang berbeda dengan sektor non-keuangan. Perbedaannya adalah sektor keuangan cenderung menggunakan hutang yang sangat besar pada tingkat risiko yang ekuivalen dengan perusahaan sektor non keuangan (Jensen dan Meckling, 1976); dalam Muhsinin; 2011).

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan penjelasan latar belakang diatas, maka latar belakang penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan non keuangan pada tahun IPO di BEI?
2. Apakah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan non keuangan pada tahun pertama setelah IPO (IPO+1) di BEI?
3. Apakah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan non keuangan pada tahun kedua setelah IPO (IPO+2) di BEI?

4. Apakah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan non keuangan pada tahun ketiga setelah IPO (IPO+3) di BEI?

1.3. Tujuan Penelitian dan Manfaat Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui apakah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan non keuangan pada tahun IPO di BEI.
2. Untuk mengetahui apakah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan non keuangan pada tahun pertama setelah IPO (IPO+1) di BEI.
3. Untuk mengetahui apakah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan non keuangan pada tahun kedua setelah IPO (IPO+2) di BEI.
4. Untuk mengetahui apakah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan non keuangan pada tahun ketiga setelah IPO (IPO+3) di BEI.

1.3.2. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat untuk beberapa pihak, antara lain sebagai berikut:

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

1. Manfaat bagi Akademisi

Penelitian ini berguna untuk mengembangkan penelitian dalam bidang ilmu ekonomi, khususnya manajemen keuangan yang berkaitan dengan kebijakan struktur modal perusahaan berdasarkan teori *market timing*.

2. Manfaat bagi Manajer Keuangan Perusahaan

Penelitian ini bermanfaat sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan keputusan pendanaan, dalam hal ini pendanaan eksternal. Pendanaan eksternal dapat dilakukan dengan memanfaatkan *market timing* dalam menerbitkan saham. Karena waktu yang tepat dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1. Kajian Teori Utama

2.1.1. Teori *Market Timing*

Baker dan Wurgler (2002) menghubungkan struktur modal dengan *market timing*. Dalam teori ini struktur modal merupakan hasil kumulatif upaya perusahaan dimasa lalu dalam menentukan waktu (*timing*) memasuki pasar. Menurut teori ini perusahaan menerbitkan ekuitas bergantung pada biaya relatif. Jika biaya ekuitas relatif rendah dibandingkan dengan biaya modal lain, perusahaan lebih menyukai menerbitkan ekuitas.

Dengan kata lain, teori ini menyarankan bahwa perusahaan lebih menyukai untuk menerbitkan ekuitas pada saat harga saham sedang tinggi dan membeli kembali saham (*repurchase stock*) apabila harga saham rendah, dengan tujuan agar perusahaan dapat mengeksploitasi fluktuasi sementara yang terjadi pada biaya saham terhadap komponen biaya modal lainnya. Eksploitasi ini dapat dilakukan karena fluktuasi biaya saham bukan disebabkan oleh fluktuasi risiko perusahaan.

Baker dan Wurgler (2002) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* yang rendah cenderung meningkatkan pendanaannya ketika nilai saham di pasar sedang tinggi. Perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi cenderung meningkatkan pendanaannya ketika nilai saham di pasar rendah. Fluktuasi nilai saham di pasar memiliki pengaruh yang besar terhadap struktur modal dalam jangka panjang.

Untuk mendukung teori *market timing*, Baker dan Wurgler (2002) melakukan penelitian dengan mengambil sampel perusahaan yang melakukan IPO di Amerika Serikat mulai tahun 1968 sampai dengan 1999. Mereka menggunakan *market-to-book ratio* sebagai proksi *market timing* dan perubahan *book leverage* sebagai proksi struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap perubahan *book leverage*, hal ini menunjukkan *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka pendek.

Baker dan Wurgler (2002) menggunakan *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB) untuk mengukur pengaruh *market timing* terhadap struktur modal dalam jangka panjang (*persistence*). Hasilnya menunjukkan bahwa EFWAMB berpengaruh negatif terhadap *book leverage* maupun *market leverage*, hal ini menunjukkan *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka panjang (*persistence*) yaitu selama 10 tahun.

Lucas dan McDonald (1990) menganalisis suatu model *adverse selection* dinamis yang mengkombinasikan elemen dari teori *pecking order* dengan gagasan *market timing*. Hasilnya hipotesis *market timing* secara empiris memotivasi perusahaan untuk melakukan *timing* dalam penerbitan saham pada periode-periode *market performance* tinggi, atau yang disebut dengan *hot market*.

Dalam konteks IPO, *market timing* memiliki dua implikasi terhadap struktur modal perusahaan. Pertama, sebagian besar perusahaan melakukan IPO ketika kondisi pasar sedang *favorable*, dan kedua perusahaan yang melakukan IPO ketika kondisi pasar menguntungkan pada umumnya menjual lebih banyak saham

dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan IPO ketika kondisi pasar sedang tidak menguntungkan (Alti, 2006).

2.2. Kajian Variabel Penelitian

2.2.1. Struktur Modal

Struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan (Brigham dan Houston, 2011). Weston dan Copeland (1996) mendefinisikan struktur modal sebagai pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Margaretha dan Sari (2003) menyatakan bahwa struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal sendiri dengan penggunaan pinjaman jangka panjang, maksudnya adalah berapa besar modal sendiri dan berapa besar hutang jangka panjang yang akan digunakan sehingga bisa optimal.

Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham. Perusahaan yang mempunyai struktur modal optimal akan menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal pula, sehingga bukan hanya perusahaan yang memperoleh keuntungan tetapi para pemegang saham pun ikut memperoleh keuntungan tersebut (Husnan, 1999).

Berdasarkan pendapat para ahli maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan kombinasi penggunaan dana yang berasal dari internal perusahaan yaitu modal sendiri dan pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan yaitu hutang jangka panjang dan penerbitan saham.

2.2.2. *Market Timing*

Market timing merupakan praktik perusahaan menerbitkan saham ketika harga saham di pasar sedang tinggi dan menarik kembali sahamnya ketika harga saham di pasar sedang rendah (Baker dan Wurgler, 2002). Harga saham diukur menggunakan *market-to-book ratio*. Menurut Russel dan Hung (2013) perusahaan akan menerbitkan ekuitas ketika *market-to-book ratio* tinggi karena perusahaan akan mendapatkan pendapatan yang lebih tinggi dibandingkan jika menerbitkan ekuitas pada saat nilai *market-to-book ratio* rendah, sehingga pemenuhan kebutuhan modal melalui utang yang dihitung dengan rasio *leverage* akan menurun.

Dari pendapat diatas maka dapat disimpulkan bahwa *market timing* merupakan waktu (*timing*) perusahaan dalam menerbitkan saham, yaitu perusahaan akan menerbitkan saham ketika nilai saham di pasar tinggi dan menarik kembali sahamnya ketika nilai saham dipasar rendah.

2.3. Kajian Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang *market timing* telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Dimulai dimulai dari penelitian yang dilakukan oleh Taggart (1977) yang menemukan bahwa perusahaan cenderung menerbitkan saham ketika *market value-nya* tinggi dibandingkan dengan *book value* atau *market value historis*. *Market timing* merupakan faktor penting dalam membentuk keputusan yang berkaitan dengan struktur modal (Felicia dan Ferdinand, 2015).

Baker dan Wurgler (2002) melakukan penelitian pada perusahaan di Amerika Serikat dengan mengambil data dari Compustat yang IPO pada tahun 1968-1999. Mereka menghubungkan struktur modal dengan *market timing*. *Market timing*

diukur dengan *market-to-book ratio* dan struktur modal diukur dengan menggunakan perubahan *book leverage*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap perubahan *book leverage*, hal ini menunjukkan *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka pendek.

Baker dan Wurgler (2002) menggunakan *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB) untuk mengukur pengaruh *market timing* terhadap struktur modal dalam jangka panjang (persisten). Hasilnya menunjukkan bahwa EFWAMB berpengaruh negatif terhadap perubahan *book leverage*, hal ini menunjukkan *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka panjang yaitu selama 10 tahun (IPO+10).

Berbeda dengan penelitian Baker dan Wurgler, Altı (2006) melakukan penelitian pengaruh *market timing* pada struktur modal pada perusahaan di Turki yang IPO pada tahun 1971-1999. Dia memasukkan *cold market* dan *hot market* dalam mengukur *market timing*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *hot market* mempunyai pengaruh negatif sangat kuat terhadap *leverage*, tetapi pengaruh negatif tersebut dengan cepat berbalik. Pada tahun kedua setelah IPO (IPO+2) pengaruh tersebut sudah hilang.

Hovakimian (2006) melakukan penelitian pengaruh *market timing* pada struktur modal dengan sampel 56,259 perusahaan dunia yang datanya ada di Compustat pada tahun 1983 and 2002. Dia memperlakukan *convertible debt* sebagai hutang. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengaruh *market timing*

terhadap struktur modal bersifat sementara. Pengaruh tersebut negatif signifikan terhadap hanya pada tahun pertama setelah IPO (IPO+1).

Xu (2009) melakukan penelitian tentang pengaruh *market timing* pada struktur modal perusahaan di AS dan Canada yang IPO pada tahun 1985-2006 dengan menggunakan *historical market-to-book ratio* untuk mengukur pengaruh jangka panjang *market timing* ekuitas terhadap struktur modal. Hasilnya *historical market to book ratio* berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal perusahaan Amerika Serikat, tetapi tidak berpengaruh terhadap struktur modal di Canada.

Saad dan Siagian (2011) melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang melakukan IPO di BEI tahun 1994-2008. Hasil penelitiannya menemukan bahwa *external finance weighted average market-to-book ratio* (EFWAMB) tahun sebelumnya berpengaruh negatif terhadap *leverage* pada *IPO+4* sampai dengan *IPO+10*. Berdasarkan temuan tersebut dapat disimpulkan bahwa *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka panjang (*persistence*).

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Russel dan Hung (2013), dengan memisahkan ukuran EFWAMB menjadi dua komponen, yaitu *yearly timing* (YT) dan *long – term timing* (LT). Mereka meneliti mengenai pengaruh *market timing* terhadap struktur modal dengan menggunakan sampel pada perusahaan yang terdaftar di Cina selama periode 1992 sampai 2007. Hasil dari penelitiannya adalah YT tidak memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal pada tahun ketiga melakukan IPO, yang berarti pengaruh *market timing* tidak *persistent*,

sedangkan LT menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal.

Di Indonesia penelitian tentang *market timing* pernah dilakukan oleh Miswanto (2013), dengan mengadopsi model dari Baker dan Wurgler (2002). Dia menguji pengaruh *market timing* ekuitas pada struktur modal perusahaan manufaktur di BEI yang melakukan IPO pada tahun 2000-2008. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *market timing* ekuitas berpengaruh secara persisten terhadap struktur modal.

Celik dan Akarim (2013) melakukan adaptasi terhadap penelitian yang dilakukan oleh Altı (2006) dengan sampel 75 perusahaan yang IPO pada tahun 1999-2008 di Turki. Dalam penelitian ini membuktikan bahwa tidak ada bukti dari dampak *market timing* terhadap struktur modal. Oleh karena itu, perusahaan di Turki tidak memfokuskan pada bentuk pembiayaan eksternal. Struktur modal perusahaan tidak dipengaruhi oleh apakah perusahaan melakukan IPO di *hot* maupun *cold market* dalam jangka pendek.

Wulandari (2014) melakukan penelitian pengaruh *market timing* (pada kondisi *hot* dan *cold market*) terhadap *leverage* perusahaan non keuangan di Indonesia. Dia menentukan kriteria *hot* dan *cold market* berdasarkan nilai *market-to-book ratio* bulanan. Bulan *hot* (*cold*) *market* adalah pada bulan tersebut rata-rata *market-to-book ratio* ada di atas (dibawah) dari nilai *moving average market to book ratio* bulanan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kondisi pasar pada *hot* dan *cold market* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Perusahaan menerbitkan

ekuitas tidak memperdulikan kondisi pasar apakah pasar dalam kondisi *hot* atau *cold market*.

Dari beberapa penelitian di atas dapat dibuat sebuah ringkasan dalam tabel

2.1. berikut ini :

Tabel 2.1.
Ringkasan Penelitian Terdahulu

| No. | Peneliti (1) | Judul (2) | Variabel (3) | Hasil (4) |
|-----|--------------------------|--|---|---|
| 1. | Baker dan Wurgler (2002) | <i>Market timing and Capital Structure</i> | Dependen: Struktur modal . Independen: <i>Market-to-book ratio</i> dan <i>external finance weighted average of market to book ratio</i> (EFWAMB). | <i>Market timing</i> berpengaruh terhadap struktur modal dan secara persisten <i>market timing</i> berpengaruh terhadap struktur modal. |
| 2. | Alti (2006) | <i>How Persistent Is the Impact of Market timing on Capital Structure?</i> | Dependen: <i>Leverage</i> Independen: Variabel <i>dummy hot/cold market</i> . | <i>Market timing</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal. |
| 3. | Hovakimian (2006) | <i>Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market timing?</i> | Dependen: <i>Leverage</i> Independen: <i>external finance weighted average of market to book ratio</i> (EFWAMB). | Pengaruh <i>Market timing</i> terhadap struktur modal pada tahun kedua setelah IPO (IPO+1). |
| 4. | Xu (2009) | <i>The Impact of Market timing on Canadian and U.S. Firms' Capital Structure</i> | Dependen: <i>Leverage</i> Independen: <i>External finance weighted average of market to book ratio</i> (EFWAMB). | <i>Market timing</i> berpengaruh secara negatif terhadap struktur modal perusahaan Amerika Serikat, tetapi tidak berpengaruh terhadap struktur modal di Canada. |

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|----|-------------------------------|---|--|---|
| 5. | Saad dan Siagian (2011) | Sentimen Investor, Kendala Keuangan, dan <i>Equity Market timing</i> | Dependen: Struktur Modal Independen: <i>Eexternal finance weighted average of market to book ratio</i> (EFWAMB). | <i>Market timing</i> berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka panjang. |
| 6. | Russel dan Hung (2013) | <i>Does Market Timinf Affect Capital Structure?. Evidance For Chinese Firm</i> | Dependen: Struktur Modal Independen: <i>Eexternal finance weighted average of market to book ratio</i> (EFWAMB) pada <i>yearly timing</i> (YT) dan <i>long – term timing</i> (LT). | YT tidak berpengaruh terhadap struktur modal dan LT berpengaruh terhadap struktur modal. |
| 7. | Miswanto (2013) | <i>Market timing</i> dan Pengaruhnya terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Indonesia yang IPO Tahun 2000-2008 | Dependen: Struktur Modal Independen: <i>Market-to-book ratio</i> dan <i>Eexternal finance weighted average of market to book ratio</i> (EFWAMB). | <i>Market timing</i> ekuitas berpengaruh terhadap struktur modal dan <i>market timing</i> berpengaruh terhadap struktur modal secara persisten terhadap struktur modal. |
| 8. | Sibel Celik dan Akarim (2013) | <i>Does Market timing Drive Capital Structure? Empirical Evidence from an Emerging Market</i> | Dependen: perubahan <i>leverage</i> Independen : <i>Market-to-book</i> pada <i>hot-market</i> | <i>Market timing</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal. |
| 9. | Wulandari (2014) | Analisis Pengaruh <i>Market Timing</i> (Pada Kondisi <i>Hot</i> dan <i>Cold Market</i>) Terhadap <i>Leverage</i> Perusahaan Non Keuangan di Indonesia) | Dependen: <i>Leverage</i> Independen: Variabel <i>dummy hot/cold market</i> . | <i>Market timing</i> tidak berpengaruh terhadap <i>leverage</i> . |

Sumber: Penelitian terdahulu diolah (2017)

2.4. Kerangka Berpikir

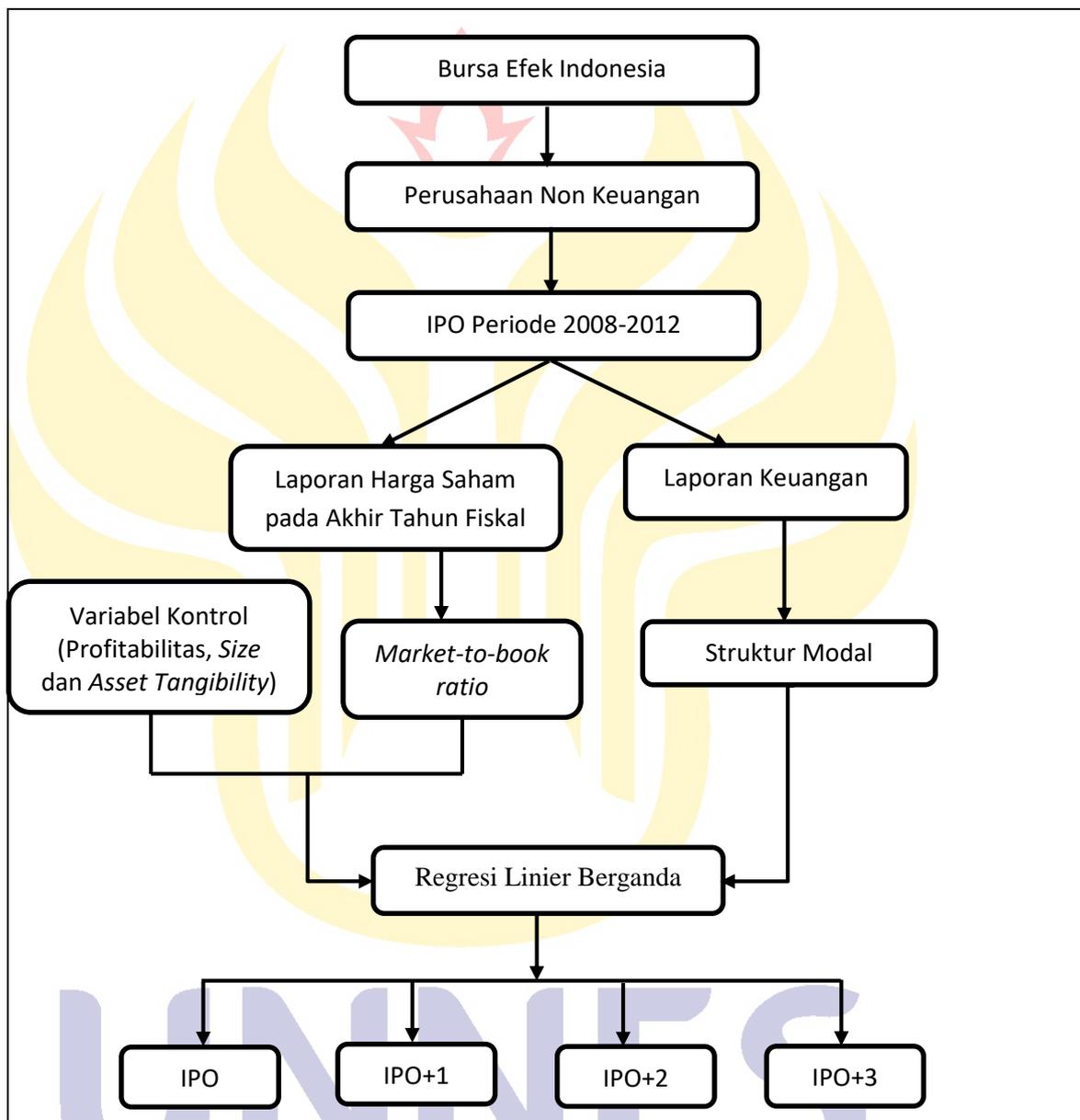
2.4.1. Hubungan *Market Timing* dengan Struktur Modal

Struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan (Brigham dan Houston, 2011). Struktur modal diukur dengan *book leverage* yaitu *book debt* dibagi dengan total aset. Perusahaan akan menerbitkan saham apabila harga saham sekarang lebih tinggi dibanding harga saham sebelumnya (Baker dan Wurgler, 2002). Harga saham diukur menggunakan proksi *market-to-book ratio*.

Peningkatan *market-to-book ratio* mendorong perusahaan melakukan emisi saham baru baik melalui IPO maupun *right issue* (Hovakimian, 2006). Emisi saham baru menyebabkan jumlah modal perusahaan meningkat, dengan asumsi jumlah hutang konstan, hal ini akan menyebabkan perbandingan antara hutang dan total aset atau *leverage* menurun. Penurunan tingkat *leverage* yang diakibatkan oleh peningkatan *market-to-book ratio* menunjukkan bahwa *market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal dalam jangka pendek (Baker dan Wurgler, 2002).

Setelah melakukan IPO perusahaan harus tetap menjaga agar *market-to-book ratio* tetap tinggi supaya tidak terjadi *underpricing* setelah IPO, karena perusahaan setelah IPO masih membutuhkan dana untuk investasi melalui pasar modal, salah satunya dengan melakukan *right issue*. Baker dan Wurgler (2002) menemukan bahwa *market timing* berpengaruh secara persisten (jangka panjang) terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa *market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal setelah IPO.

Berdasarkan hubungan teoritis *market timing* terhadap struktur modal, maka kerangka berpikir teoritis penulis dapat dilihat pada gambar 2.1. berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Berpikir

Sumber: Data penelitian diolah (2017)

2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah, landasan teori, penelitian terdahulu, dan kerangka berpikir, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ha1: *Market timing* berpengaruh terhadap struktur modal pada tahun IPO

Ha2: *Market timing* berpengaruh terhadap struktur modal tahun pertama setelah IPO (IPO+1)

Ha3: *Market timing* berpengaruh terhadap struktur modal tahun kedua setelah IPO (IPO+2)

Ha4: *Market timing* berpengaruh terhadap struktur modal tahun ketiga setelah IPO (IPO+3)

BAB V

PENUTUP

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian mengenai pengaruh market timing terhadap struktur modal, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. *Market timing* yang diukur dengan *market-to-book ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan non keuangan pada tahun IPO di BEI periode 2008-2012. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan non keuangan di Indonesia memfokuskan *timing* dalam pendanaan eksternal pada tahun IPO. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori *market timing*.
2. *Market timing* yang diukur dengan *market-to-book ratio* tidak berpengaruh struktur modal perusahaan non keuangan setelah IPO baik pada tahun pertama setelah IPO (IPO+1), pada tahun kedua setelah IPO (IPO+2), maupun pada tahun ketiga setelah IPO (IPO+3). Hal ini ditandai dengan peningkatan tingkat *leverage* setelah IPO.
3. Variabel kontrol profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan non keuangan pada IPO+2 dan IPO+3. Hubungan negatif antara profitabilitas dan struktur modal mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan tingkat hutang yang dimiliki perusahaan semakin rendah.

4. Variabel kontrol *size* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal perusahaan non keuangan pada tahun IPO hingga IPO+3. Hubungan positif antara *size* dan struktur modal mengindikasikan bahwa semakin besar *size* perusahaan semakin tinggi tingkat hutang yang dimiliki perusahaan.
5. Variabel kontrol *asset tangibility* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan non keuangan baik pada tahun IPO maupun setelah IPO (IPO+1, IPO+2 dan IPO+3). Hal ini mengindikasikan bahwa besar kecilnya hutang yang dimiliki perusahaan tidak dipengaruhi oleh aset yang berwujud (*property, plant dan equipment*) yang dimiliki perusahaan.

5.2. Saran

1. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini menggunakan model teori *market timing* yang dikemukakan oleh Baker dan Wugler (2002), bagi peneliti selanjutnya disarankan menggunakan model lain dalam mengukur *market timing*, misalnya menggunakan model yang dikemukakan oleh Alti (2006) yaitu dengan memasukkan *cold market* dan *hot market*. Dengan memasukkan *cold market* dan *hot market* pengukuran *market timing* menjadi lebih spesifik.

2. Bagi Manajer Keuangan Perusahaan

Manajer keuangan perusahaan disarankan untuk memperhatikan indikator waktu (*timing*) ketika mengambil keputusan pendanaan, dalam hal ini pendanaan eksternal.

DAFTAR PUSTAKA

- Alti, Adyogan. 2006. How Persistent Is the Impact of Market timing on Capital Structure?. *The Journal of Finance*, Volume 61. No. 4.
- Baker, Malcolm dan Jeffrey Wurgler. 2002. Market timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Volume 57. No. 1.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, dan Alan J. Marcus. 2008. *Fundamentals Of Corporate Finance*. Edisi Kelima. Terjemahan Oleh Bob Sabran, MM. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2011. *Essentials Of Financial Management*. Edisi Kesebelas. Terjemahan Oleh Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Celik, Sibel, dan Yasemin Deniz Akarim. 2013. Does Market Timing Drive Capital Structure? Empirical Evidence from an Emerging Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Volume 3 No. 1. Hal 140-152.
- Cooper, D. R. dan P. S. Schindler. 2006. *Metode Riset Bisnis*. Alih bahasa oleh Budijanto. Jakarta: PT. Media Global Edukasi.
- De Bondt, Werner F. M. dan Richard Thaler. 1985. Does the Stock Market Overreact?. *The Journal of Finance*. Volume 40 No. 3. Hal. 793-805.
- Fama, Eugene F. 1978. The Effect of a Firm Investment and Financing Decisions and Firm Value. *The Journal of Finance*. Volume 68 No. 3. Hal. 272-284.
- Ghozali, Imam. 2011. “*Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS19*”. Edisi Ketiga. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar N dan Dawn C. Porter. 2010. “*Dasar-dasar Ekonometrika*”. Buku 1 Edisi 5. Jakarta: Salemba Empat.
- Hanafi, Mahmud M. 2016. Analysis of IPO Underpricing Fluctuation: Empirical Study in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Dinamika Manajemen*. Volume 7. No. 2. Hal. 129-138.
- Harjito, Agus. 2011. Teori Peking Order dan Trade-off dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*. Volume 15. No. Hal. 187-196.

- Hasnawati, Sri. 2005. Dampak Set Peluang Investasi terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Indonesia. *JAAI*. Volume 9. No. 2. Hal. 117-126.
- Hermawan, Moudy dan Heru Subiyantoro. 2006. Pengujian Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Lemah pada Pasar Modal di Indonesia: Sebuah Catatan Empiris. *Jurnal Keuangan Publik*, Volume 4. No. 1.
- Hernoyo, Muhammad Ade. 2013. Pengaruh Stock Split Announcement terhadap Volume Perdagangan dan Return. *Manajemen Analysis Journal*. Volume 2. No. 1. Hal 110-16.
- Hovakimian, A. 2006. Are Observed Capital Structure Determined by Equity Market timing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Volume 41. No. 1. Hal 221-243.
- Huang, Rongbing dan Jay R. Ritter. 2004. Testing the Market Timing Theory of Capital Structure. *Working Paper*. Hal. 1-15.
- Husein, Umar. 2005. “*Metode Penelitian untuk Skripsi dan Tesis Bisnis*”. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Husnan, Suad. 1996. “*Pembelanjaan Perusahaan, (Dasar-Dasar Manajemen Keuangan)*”. Edisi III. Yogyakarta: Liberty.
- Indriani, Astiwi dan Tri Endang Widyarti. 2013. Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan yang Sahamnya Masuk Jakarta Islamic Index. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Volume 4. No. 1. Hal 59-68.
- Khoiruddin dan Srianingsih. 2015. Pengaruh Pengumuman Peringkat Sukuk terhadap Reaksi Pasar. *Management Analysis Journal*. Volume 4. No. 2. Hal. 120-128.
- Maharani, Santi dan Rini Setyo Witiastuti. 2015. Fenomena Market Overreaction di Bursa Efek Indonesia. *Management Analysis Journal*. Volume 4. No.1. Hal. 30-38.
- Margaretha, Farah dan Lina Sari. 2003. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Multinasional di Indonesia. *Riset Bisnis dan Manajemen*, Volume 5. No. 2.
- Miswanto. 2013. Market timing dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Indonesia yang IPO Tahun 2000-2008. *Jurnal Siasat Bisnis*, Volume 17. No. 1. Hal 69-79
- Muhsinin, Nisaul. 2011. Analisis Pengaruh Market Timing terhadap Kebijakan Leverage Perusahaan. *Skripsi*. Yoyakarta: Universitas Gajah Mada.

- Myers, C. Stewart. 2001. Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Volume 15. No. 2. Hal 81-102.
- Ridloah, Siti. 2010. Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Multifinansial. *Jurnal Dinamika Manajemen*, Volume 1. No. 2. Hal 144-153.
- Ritter, Jay R. dan Ivo Welch. 2002. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*. Volume 57. No. 4.
- Ritter, Jay R. 1984. The “Hot Issue” Market of 1980. *The Journal of Business*. Volume 45. No. 2. Hal. 215-240.
- Riyanto, Bambang. 1995. “*Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*”. Edisi IV. Yogyakarta: BPFE.
- Russel, Philip S. dan Ken Hung. 2013. Does Market Timing Affect Capital Structure?: Evidence for Chinese Firms. *Chinese Business Review*. Volume 12. No. 6. Hal. 395-400.
- Saad, Meiyenne D. Permata dan Helson Siagian. 2011. Sentimen Investor, Kendala Keuangan, dan Equity Market timing. *Financial and Banking Journal*. Volume 13. No. 1.
- Sanusi, Anwar. 2014. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Taggart, Robert A. 1997. A Model of Corporate Financing Decisions. *Journal of Finance*. Volume 32. Hal 1467-1484.
- Weston J Fred dan Thomas E. Copeland. 2010. *Managerial Finance*. Edisi kesembilan. Terjemahan Oleh Jaka Wasana. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Wulandari, Vera Pipin. 2014. Analisis Pengaruh Market Timing (pada Kondisi Hot dan Cold) terhadap Leverage Perusahaan Non Keuangan di Indonesia. *Skripsi*. Yogyakarta: Universitas Gajah Mada.
- Xu, Z. 2009. The Impact of Marketing Timing on Canadian dan U.S. Firms’ Capital Structure. *Working Paper*. Canada: Bank of Canada.

Sumber Internet

www.idx.co.id, Laporan Keuangan Perusahaan, diunduh 16 Maret 2017.

www.investing.com, Harga Saham Historis, diunduh 16 Maret 2017.