

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Kebijakan Hutang

Berdasarkan perkembangan bisnis yang menghasilkan persaingan bisnis secara ketat maka perusahaan wajib untuk mengelola seluruh fungsi manajemen khususnya manajemen keuangan. Perusahaan yang memiliki tingkat persaingan yang tinggi perlu mengelola usahanya dengan mengembangkan struktur modalnya. Struktur modal adalah salah satu faktor terpenting dalam setiap perusahaan dimana perusahaan tersebut membiayai seluruh kegiatan operasionalnya (Khairin dan Harto, 2014).

Menurut Martono dan Harjito (2013), struktur modal merupakan perbandingan antara sumber pendanaan jangka panjang yang dicerminkan dengan menggunakan perbandingan *long-term debt* dengan ekuitas. Menurut Riyanto (2010), mengatakan bahwa struktur modal mencerminkan perusahaan dalam perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri.

Dalam membiayai seluruh kegiatan operasional perusahaan diperlukan dana yang besar yaitu dapat melalui dana internal ataupun eksternal sehingga dapat melakukan ekspansi dan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, hal tersebut diharapkan dapat

menyejahterakan para *stakeholder* dan karyawan-karyawannya, maka diperlukan pendanaan eksternal untuk mencukupi kebutuhan perusahaan.

Dalam memenuhi pendanaan tersebut, perusahaan dapat memenuhi kebutuhannya dengan cara berhutang atau *debt policy*. Menurut Hardiningsih dan Oktaviani (2012), mengatakan bahwa kebijakan hutang adalah keputusan yang diambil perusahaan untuk memenuhi pendanaan perusahaan atau melakukan investasi melalui pihak ketiga.

Menurut Kanita (2014), hutang merupakan problem terpenting karena dapat menyebabkan risiko bagi para pemilik perusahaan dan dapat menyebabkan tingkat pengembalian tertentu. Menurut Natasia (2015), kebijakan hutang adalah salah satu sumber pendanaan eksternal untuk membiayai kebutuhan dana perusahaan.

Menurut Nasrizal dkk. (2010), kebijakan hutang merupakan perbandingan antara hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, saham biasa, saham preferen dan perusahaan akan berusaha mencapai tingkat struktur modal yang optimal. Kebijakan hutang akan mendorong pihak manajer untuk berhati-hati dalam mengoptimalkan penggunaan dana tersebut karena dengan menggunakan hutang perusahaan memiliki kewajiban untuk melakukan pembayaran atas bunga dan pinjaman pokoknya secara periodik.

Menurut Brigham dan Houston (2011), menunjukkan bahwa jika seorang manajer perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber

pendanaan perusahaan maka biaya modal perusahaan tersebut sebesar bunga yang ditetapkan oleh kreditur.

Perusahaan yang mengembangkan struktur modalnya bertujuan untuk meningkatkan kesejahteraan para pemilik perusahaan berdasarkan nilai perusahaan yang meningkat. Keputusan sumber dana yang kuat dicerminkan melalui keputusan sumber dana yang akan dipakai yang berdampak pada kondisi perusahaan dimasa yang akan datang. Keputusan pendanaan mewajibkan manajer perusahaan untuk memikirkan kembali biaya dan manfaat melalui sumber dana yang dipilih yaitu kombinasi antara proporsi hutang dengan modal sendiri.

2. Teori Kebijakan Hutang

Teori-teori yang mendukung dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan dalam penelitian ini adalah *pecking order theory* dan *market timing theory*. Menurut Hanafi (2014), *pecking order theory* Myers dan Majluf (1977) menjelaskan alasan perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Sesuai dengan teori ini maka investasi akan dibiayai dengan dana internal terlebih dahulu atau sering disebut dengan laba ditahan, kemudian diikuti oleh penerbitan hutang dan akhirnya dengan penerbitan ekuitas baru (Husnan dan Pudjiastuti, 2004). Penggunaan dana internal lebih menguntungkan karena tidak diharuskannya perusahaan mengungkapkan informasi baru kepada pemodal sehingga dapat mempengaruhi pergerakan saham. Apabila pendanaan eksternal diperlukan maka perusahaan akan menggunakan hutang. Menurut Hardiningsih dan

Oktaviani (2012), menunjukkan bahwa *pecking order theory* tidak menentukan seberapa besar proporsi hutang perusahaan karena telah terdapat sumber pendanaan internal yaitu laba ditahan.

Menurut Baker dan Wurgler (2002), berdasarkan kerangka teori *market timing* struktur modal adalah upaya kumulatif perusahaan untuk menentukan waktu yang tepat dalam menerbitkan saham. Berdasarkan kerangka teori *market timing*, perusahaan akan menerbitkan saham baru pada saat harga tinggi (*overvalued*) dan akan mengurangi saham yang beredar atau membeli kembali (*stock repurchase*) saham pada saat harga rendah (*undervalued*). Jika *market to book ratio* tinggi maka perusahaan melakukan emisi saham baru yang menyebabkan hutang menurun. Emisi saham baru pada saat harga tinggi dapat menyebabkan biaya modal lebih rendah, oleh sebab itu teori *market timing* sangat berguna dalam upaya untuk menentukan biaya modal yang lebih rendah.

3. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Menurut Hanafi (2014), menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi dalam menentukan kebijakan hutang yaitu:

a) *Tangibility*

Perusahaan yang memiliki *tangibility* yang kecil akan menggunakan utang yang kecil. Pada saat perusahaan tersebut memiliki *tangibility* dalam jumlah yang tinggi maka kesempatan menggunakan hutang juga tinggi maka dari itu perusahaan dengan skala yang besar memudahkan perusahaan mendapatkan akses menggunakan sumber

dana hutang karena jaminan yang dijaminakan perusahaan juga lebih besar.

b) Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Rasio yang tinggi menunjukkan laba atau aliran kas yang tinggi sehingga perusahaan cenderung menggunakan laba ditahan sebagai sumber pendanaannya.

Menurut Suprihatin dan Mansur (2016) rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur seberapa efektif pengelolaan perusahaan sehingga akan menghasilkan keuntungan.

- 1) *Profit margin on sales*, dihitung dengan cara membagi laba setelah pajak dengan penjualan.
- 2) *Return on total assets*, perbandingan antara laba setelah pajak dengan total aktiva guna mengukur tingkat pengembalian investasi total.
- 3) *Return on equity*, perbandingan antara laba setelah pajak dengan modal sendiri guna tingkat keuntungan investasi pemilik modal sendiri.

c) Risiko Bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi sebaiknya menggunakan hutang yang lebih kecil. Jika perusahaan menggunakan utang yang besar maka risiko yang akan ditanggung

perusahaan akan lebih besar dimana perusahaan tersebut mempunyai kewajiban dalam membayar beban pokok pinjaman serta beban bunga yang ditentukan oleh kreditur.

d) Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menunjukkan besar-kecilnya perusahaan yang dapat dilihat melalui tingkat total aset, jumlah penjualan dan nilai pasar saham. Pada dasarnya ukuran perusahaan terbagi menjadi tiga kategori yaitu kecil (*small*), menengah (*medim*) dan juga besar (*large*).

Penentuan besar kecilnya perusahaan ditentukan dengan menggunakan total aktiva maupun total penjualan bersih. Semakin besar total aktiva maupun total penjualan bersih maka akan semakin tinggi tingkat perputaran uang yang ada di dalam perusahaan sehingga prospek perusahaan tersebut dapat dikatakan bagus. Disamping itu kreditur juga akan membiayai perusahaan tersebut karena memiliki prospek yang baik.

Menurut Brigham dan Houston (2011), terdapat faktor lain yang dapat mempengaruhi struktur modal, yaitu penjualan, struktur aktiva, *growth*, *operating leverage*, profitabilitas, pajak, sikap manajemen, pengendalian, fleksibilitas keuangan, sikap pemberi pinjaman, kondisi internal perusahaan dan juga kondisi pasar. Sedangkan menurut Riyanto (2010), struktur modal dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu struktur aktiva, stabilitas penjualan, tingkat pertumbuhan, pajak, profitabilitas,

pengawasan, sifat manajemen, ukuran perusahaan, sikap kreditur dan konsultan, risiko, fleksibilitas keuangan dan juga kondisi pasar.

Kondisi pasar merupakan kondisi perusahaan yang telah *go public* yang ditunjukkan berdasarkan harga saham suatu perusahaan. Kondisi pasar tersebut digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai terutama pada pemegang saham dan calon investor. Untuk mengukur kondisi pasar dapat menggunakan *price earning ratio* dan *market to book ratio* dimana *price earning ratio* adalah rasio antara harga pasar saham dengan laba per lembar saham sedangkan *market to book ratio* yaitu perbandingan antara nilai pasar saham dengan nilai buku saham, yang mengindikasikan bahwa para investor menghargai perusahaan.

Dalam penelitian ini menggunakan variabel kondisi pasar dengan menggunakan proksi *market to book ratio* dimana perusahaan yang memiliki tingkat *market to book ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kesempatan investasi yang tinggi. *Market to book ratio* yang tinggi dapat digunakan untuk menambah sumber dana eksternal dengan melakukan emisi saham baru (Susilawati, 2012).

4. *Initial Public Offering (IPO)*

Salah satu bentuk pendanaan perusahaan dapat dilakukan dengan melalui *initial public offering (IPO)* atau sering disebut juga dengan penawaran umum perdana. Menurut Tandelilin (2007), *initial public offering (IPO)* merupakan kegiatan perusahaan untuk pertama kalinya dalam menjual saham perusahaan di pasar perdana. Setelah saham tersebut

dijual oleh perusahaan dipasar perdana, barulah saham tersebut diperjualbelikan oleh investor-investor di pasar sekunder. Transaksi yang dilakukan investor di pasar sekunder tidak akan memberikan dana tambahan lagi bagi perusahaan karena dipasar sekunder hanya dilakukannya transaksi antar investor bukan dengan perusahaan.

Meskipun perusahaan tidak mendapatkan tambahan dana lagi di pasar sekunder, tetapi perusahaan akan mendapatkan beberapa keuntungan dalam melakukan *initial public offering (IPO)*, diantaranya (Hartono, 2000):

- a) Perusahaan akan mendapatkan kemudahan meningkatkan modal pada masa yang akan datang.

Pada umumnya calon investor kurang memercayai perusahaan yang masih tertutup untuk menanamkan modalnya yang disebabkan karena kurang keterbukaan informasi keuangan antara pemilik perusahaan dengan pemegang saham.

- b) Dapat meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham

Perusahaan terbuka akan lebih mudah menjual sahamnya ke pasar dibandingkan dengan perusahaan tertutup karena perusahaan tertutup belum memiliki pasar yang bagus untuk sahamnya sehingga hal tersebut akan mempengaruhi tingkat likuiditas perusahaan.

- c) Dapat mengetahui nilai pasar perusahaan

Nilai pasar perusahaan digunakan untuk membandingkan harga perusahaan tersebut dengan harga pasar sehingga dapat diketahui perusahaan tersebut tergolong mahal atau murah. Ketika perusahaan

ingin memberikan insentif atau opsi saham kepada para manajer maka perusahaan harus mengetahui nilai sebenarnya dari opsi tersebut. Jika perusahaan tersebut dalam keadaan tertutup maka perusahaan akan sulit menentukan nilai opsi saham tersebut.

Selain mendapatkan keuntungan, terdapat beberapa kerugian bagi perusahaan yang melakukan *initial public offering (IPO)*, diantaranya (Hartono, 2000):

a) Meningkatnya biaya laporan

Bagi perusahaan yang telah melakukan *initial public offering (IPO)* wajib menyerahkan laporan keuangan pada setiap kuartal dan setiap tahun kepada regulator. Laporan keuangan tersebut tergolong mahal terutama bagi perusahaan yang berukuran kecil

b) *Disclosure* (pengungkapan)

Dalam melakukan *initial public offering (IPO)*, terdapat beberapa pihak didalam perusahaan yang sebenarnya enggan untuk melakukan *IPO*, diantaranya yaitu manajer atau pemilik perusahaan dimana manajer perusahaan enggan untuk menginformasikan seluruh informasi mengenai perusahaan yang dikarenakan akan digunakan oleh pesaing sedangkan pemilik pemilik akan berfikir bahwa jika dilakukan pengungkapan maka publik akan mengetahui seberapa besar kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Pada dasarnya, penelitian mengenai *market timing* telah dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Hal tersebut menjadi referensi bagi peneliti untuk memastikan kembali pengaruh antara nilai pasar (*market to book ratio*) terhadap struktur modal dan pengaruh nilai pasar (*market to book ratio*) terhadap penerbitan saham baru (*net equity issue*).

Penelitian Baker dan Wurgler (2002) dengan judul *Market Timing and Capital Structure* menggunakan variabel independen nilai pasar dan menggunakan variabel kontrol *asset tangibility*, *profitability*, *size* dan *book leverage*_(t-1) sedangkan, variabel dependen yang digunakan yaitu struktur modal dan penerbitan saham baru (*net equity issue*). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai pasar (*market to book ratio*) berpengaruh negatif terhadap struktur modal dan nilai pasar (*market to book ratio*) berpengaruh positif terhadap penerbitan saham baru (*net equity issue*).

Penelitian Celik dan Akarim (2013) dengan judul *Does Market Timing Drive Capital Structure? Empirical Evidence from an Emerging Market* menggunakan variabel independen *market to book ratio*, *profitability*, *size*, *tangibility of asset*, *book leverage* sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini yaitu struktur modal dan *net equity issue*. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya teori *market timing* dimana perusahaan akan menerbitkan lebih banyak saham pada saat harga pasar tinggi.

Penelitian Fahima, dkk (2016) dengan judul *Equity Market Timing* dan Struktur Modal menggunakan variabel independen *yearly timing*, *long-term timing*, *asset tangibility*, ukuran perusahaan dan profitabilitas sedangkan variabel dependen yang digunakan yaitu struktur modal. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif antara *long-term timing*, *asset tangibility*, dan profitabilitas terhadap struktur modal sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Penelitian Felicia dan Saragih (2015) dengan judul Analisis Pengaruh Market Timing Terhadap Struktur Modal Perusahaan non-Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan variabel independen perusahaan yang melakukan *IPO* ketika *hot-market*, *market-to-book ratio*, profitabilitas, *size*, *asset tangibility*, *book leverage* sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini yaitu struktur modal dan penerbitan saham perusahaan. Hasil dalam penelitian ini, tidak adanya pengaruh antara *market to book ratio* dengan struktur modal dan adanya pengaruh positif antara *market to book ratio* dengan penerbitan saham perusahaan.

Penelitian Susilawati (2012) dengan judul Implikasi Market Timing pada Struktur Modal Perusahaan menggunakan variabel independen *market to book ratio*, *asset tangibility*, profitabilitas, ukuran perusahaan sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini yaitu struktur modal, *net equity issue*, *retained earning* dan *growth*. Hasil dalam penelitian ini terdapat pengaruh negatif antara *market to book ratio* terhadap struktur modal dan *net equity issue*

dan tidak ada pengaruh antara *market to book ratio* terhadap *retained earning* dan *growth*.

Penelitian Miswanto (2013) dengan judul *Market Timing dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang IPO Tahun 2000-2008* menggunakan variabel independen *market to book ratio*, profitabilitas, penjualan dan *PPE (property, plant and equipment)* sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini yaitu struktur modal dan penerbitan saham baru. Hasil dalam penelitian ini terdapat pengaruh negatif antara *market to book ratio* terhadap struktur modal, terdapat pengaruh positif antara penjualan dan *PPE* terhadap struktur modal dan pengaruh positif antara *market to book ratio* dengan penerbitan saham baru.

Penelitian Sulistyowati (2015) dengan judul *Equity Market Timing dan Struktur Modal Pada Perusahaan Keluarga di Indonesia* menggunakan variabel independen *external finance weighted average market to book ratio* dengan variabel kontrol *asset tangibility*, profitabilitas dan ukuran perusahaan sedang variabel dependen yang digunakan yaitu struktur modal. Hasil penelitian ini yaitu *external finance weighted average market to book ratio* berpengaruh negatif tetapi tidak persistent terhadap struktur modal sedangkan *asset tangibility*, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Penelitian Dhita, dkk (2018) dengan judul *Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Indonesia Stock Exchange* menggunakan variabel independen *market to book value, market, profitability and interest*

dengan variabel dependen yaitu *net equity issue*. Hasil dalam penelitian ini yaitu *market to book ratio* dan *interest* tidak berpengaruh terhadap *net equity issue* sedangkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap *net equity issue*.

Penelitian Setyawan (2011) dengan judul *An Empirical Study on Market Timing Theory of Capital Structure* menggunakan variabel independen *market to book ratio*, *PPE*, *profitability* dan total asset sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *book leverage* dan *market leverage*. Hasil dalam penelitian ini terdapat pengaruh negatif antara *market to book ratio* dengan struktur modal.

Penelitian Bougatef (2010) dengan judul *Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France* menggunakan variabel independen *market to book ratio*, *market*, *asset tangibility*, *profitability*, *size* dan *interest* sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini yaitu struktur modal dan *net equity issue*. Hasil penelitian ini mendukung adanya *market timing theory* yang ditunjukkan adanya pengaruh positif antara *market to book ratio* dengan *net equity issue*, pada variabel profitabilitas dan *interest* terdapat pengaruh positif terhadap *net equity issue* sedangkan *market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

C. Hipotesis

1. Pengaruh *market to book ratio* terhadap struktur modal.

Market to book ratio merupakan salah satu rasio pasar yang digunakan dalam mengukur perbandingan antara harga pasar saham

dengan nilai buku saham (Gitman, 2009). Perusahaan yang memiliki *market to book ratio* yang tinggi maka menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kesempatan dalam melakukan emisi saham baru sehingga dapat menambah sumber dana internal. Berdasarkan teori *market timing*, perusahaan akan menerbitkan saham baru pada saat harga tinggi dan membeli kembali saham (*repurchase*) pada saat harga rendah (Baker dan Wurgler, 2002).

Berdasarkan hasil penelitian Miswanto (2013), *market to book ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini didukung oleh hasil penelitian Susilawati (2012), bahwa *market to book ratio* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pengaruh negatif antara *market to book ratio* terhadap struktur modal menunjukkan semakin tinggi nilai pasar saham maka perusahaan semakin mengurangi hutang. Pada saat *MBR* tinggi mengakibatkan hutang rendah yang diakibatkan perusahaan lebih menggunakan sumber pendanaan melalui penerbitan saham.

H1: *Market to book ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

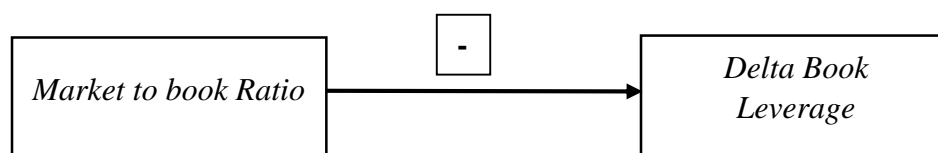
2. Pengaruh *market to book ratio* terhadap *net equity issue*

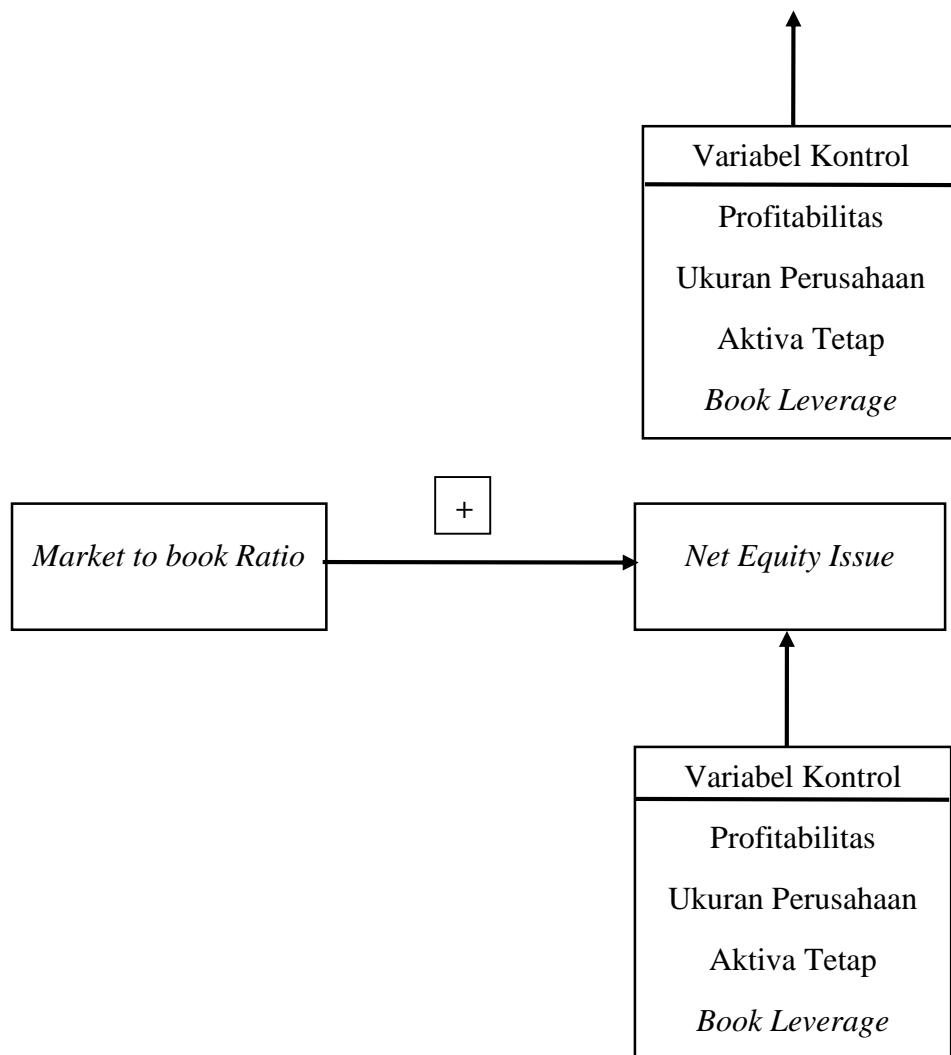
Market to book ratio dalam penelitian Baker dan Wurgler (2002) digunakan sebagai proksi untuk mengukur *market timing* dimana *market timing* merupakan sebuah teori yang mengatakan bahwa perusahaan lebih menyukai emisi saham ketika harga pasar tinggi dan membeli kembali pada saat harga pasar rendah.

Menurut penelitian Celik dan Akarim (2013), perusahaan berada dalam kondisi yang menguntungkan ketika perusahaan menerbitkan lebih banyak saham pada saat harga pasar tinggi untuk meningkatkan modal perusahaan, sehingga dalam penelitian Celik dan Akarim (2013) menunjukkan pengaruh positif signifikan antara *market to book ratio* dengan *net equity issue*. Hal ini didukung oleh hasil penelitian Dhika, dkk (2018) dan Felicia dan Saragih (2015) dimana hasil penelitian ini menunjukkan pengaruh positif signifikan antara *market to book ratio* dengan *net equity issue*.

H2: *Market to book ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap *net equity issue*.

D. Model Penelitian





Gambar 2.1 Model Penelitian