

PENGARUH JANGKA PENDEK MARKET TIMING TERHADAP STRUKTUR MODAL

Sonnia Dewi Ratna Prinita
Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

Jl, Lingkar Selatan, Tamantirto, Kasihan, Bantul, Yogyakarta, 55183 Telp. (0274)
387656

Email : ratnaprinita@gmail.com

ABSTRACT

This research aimed to examine whether Indonesian companies do initial public offering to fulfill the funding based on market timing theory. Market timing theory said that the companies which want to publish a new stock in high price (overvalued) and repurchased on low price (undervalued). In this research used capital structure as a dependent variable and net equity issue as a independent variable, in addition there was a control variable such as tangibility asset, size, profitability and book leverage. This research used cross-sectional data with 135 samples of non-financial companies that do initial public offering (IPO) in Indonesia during 2010-2017. The result of this research shows that market to book ratio has a negative effect on capital structure and market to book ratio has positive effect on net equity issue. Based on this result, the companies in Indonesia uses market timing theory as an external funding.

Keywords: market timing theory, net equity issue, market to book ratio, tangibility asset, size, profitability, book leverage.

PENDAHULUAN

Baik perusahaan kecil maupun perusahaan besar akan berusaha untuk mendapatkan keuntungan yang tinggi sehingga perusahaan tersebut mampu mensejahterakan para pemegang saham. Meningkatnya keuntungan perusahaan dapat dilakukan dengan mengembangkan usahanya dengan kegiatan operasional perusahaan atau dengan cara investasi. Untuk melakukan kegiatan-kegiatan perusahaan maka diperlukan modal ataupun dana perusahaan. Semakin besar modal yang dimiliki oleh perusahaan maka hasil yang diperoleh akan semakin besar pula.

Keputusan pendanaan perusahaan dapat dibagi menjadi keputusan pendanaan internal dan keputusan pendanaan eksternal. Pendanaan internal merupakan dana yang berasal laba ditahan sedangkan pendanaan eksternal berasal dari hutang maupun emisi saham baru (Nuswandari, 2013). Hutang merupakan

bentuk pendanaan yang akan dilakukan perusahaan untuk memperoleh dana dari pihak ketiga untuk melakukan investasi (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012) sedangkan, emisi saham baru akan menerbitkan saham pada saat harga pasar tinggi dan akan membelinya kembali pada saat harga pasar rendah (Fahima dkk, 2016).

Perusahaan yang membutuhkan modal tambahan akan berfikir untuk melakukan hutang ataupun melakukan penerbitan saham baru. Seorang manajer keuangan akan berfikir mengenai risiko yang akan dihadapi dalam menentukan modal tambahan yang akan diambil. Jika perusahaan memilih menggunakan hutang maka manajer keuangan akan memikirkan seberapa besar bunga yang akan dibayarkan. Jika perusahaan memutuskan untuk melakukan emisi saham baru maka perusahaan tersebut memutuskan untuk menjadi perusahaan terbuka dan melemparkan saham perdananya ke publik (Sawitri dkk, 2009). Dalam penelitian Baker dan Wurgler (2002), mengemukakan bahwa dalam penerbitan saham baru, perusahaan mengacu pada teori *market timing* dimana perusahaan akan menerbitkan sahamnya pada saat harga pasar tinggi dan akan membeli kembali pada saat harga pasar rendah. Tujuan dilakukannya penerbitan saham baru, perusahaan memanfaatkan fluktuasi harga pasar sehingga manajer keuangan dapat memilih waktu yang tepat untuk menerbitkan saham (Felicia dan Saragih, 2015).

Perusahaan diharapkan mampu mencari sumber pendanaan efisien dalam pengambilan keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan perusahaan sangat mempengaruhi struktur modal yang tepat bagi suatu perusahaan. Struktur modal adalah proporsi antara modal asing dengan modal sendiri. Menurut Hasudungan, dkk (2015) menyatakan bahwa menentukan struktur modal perusahaan dapat membantu mencapai tingkat hutang dan ekuitas secara strategis. Tingkat struktur modal yang optimal akan menjadi pondasi yang kokoh bagi perusahaan untuk menjalankan aktivitas produksinya sehingga mampu mendapatkan keuntungan perusahaan. Tenggono (2016) menyatakan bahwa apabila perusahaan mampu menentukan keputusan pendanaan dengan tepat maka akan berpengaruh terhadap pergerakan perusahaan sehingga akan menguntungkan perusahaan. Pandangan dari Pahuja dan Sahi (2012) menyatakan bahwa untuk mencapai struktur modal yang

optimal maka perlu menyeimbangkan antara keuntungan dengan risiko yang akan diraih dalam mencapai tujuan yang memaksimalkan harga saham.

Untuk mencapai struktur modal yang optimal maka manajer keuangan harus mampu dalam menentukan kombinasi yang sesuai antara pendanaan internal dengan pendanaan eksternal. Hal tersebut menjadi sumber permasalahan bagi para manajer keuangan, karena pada umumnya para manajer keuangan belum mengetahui proporsi yang tepat agar dapat mencapai struktur modal yang optimal (Wijayanti, 2018). Dapat diketahui bahwa keputusan dalam menentukan struktur modal sangat mempengaruhi nilai perusahaan dimasa depan.

Pada penelitian ini fokus menggunakan pendekatan teori *market timing* yang dikembangkan oleh Baker dan Wurgler (2002). Teori ini bertentangan dengan teori *pecking order* dimana teori tersebut menjadikan manajer keuangan menghindari penerbitan saham baru atau mengeluarkan surat berharga (Hanafi, 2014). Teori tersebut lebih mengutamakan pendanaan internal terlebih dahulu, hutang menjadi pilihan kedua setelah dana internal belum memadai dan pilihan terakhir yaitu penerbitan surat berharga. Sedangkan teori *market timing* menjelaskan bahwa perusahaan dapat menggunakan penerbitan saham untuk memenuhi pendanaan yang dibutuhkan namun penerbitan saham dilakukan ketika harga pasar dinilai tinggi.

Dalam pengujian *market timing* diawali dengan adanya penelitian Rajan dan Zingales (1995) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara nilai pasar dengan struktur modal. Penelitian tersebut menggunakan sampel pada negara-negara G-7 yaitu Amerika Serikat, Inggris, Italia, Kanada, Perancis, Jerman dan Jepang. Ini disebabkan jika nilai pasar tinggi maka perusahaan akan menerbitkan saham baru sehingga menyebabkan hutang menurun. Hasil penelitian tersebut diperkuat dengan adanya penelitian Baker dan Wurgler (2002) dimana *market timing theory* memiliki pengaruh jangka pendek terhadap struktur modal.

Beberapa penelitian mengenai pengaruh jangka pendek *market timing* terhadap struktur modal diantaranya adalah penelitian yang dilakukan Baker dan Wurgler (2002); Miswanto (2013); Setyawan dan Frensidy (2012). Penelitian tersebut membuktikan bahwa *market to book ratio* tahun sebelumnya berpengaruh

negatif terhadap *delta book leverage*. Hasil penelitian Baker dan Wurgler (2002); Alti (2006); Mahajan dan Tartaroglu (2008); Felicia dan Saragih (2015) menunjukkan bahwa *market to book ratio* berpengaruh positif terhadap *net equity issue*. Meskipun banyak penelitian yang telah mendukung teori *market timing*, terdapat beberapa hasil penelitian yang tidak sesuai dengan teori tersebut diantaranya, penelitian Sawitri, dkk (2009) menjelaskan bahwa terdapat pengaruh positif antara *market to book ratio* terhadap struktur modal. Penelitian Felicia dan Saragih (2015) juga menunjukkan bahwa *market timing* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan jangka pendek. Hasil penelitian Dhita, dkk (2018) menunjukkan tidak ada pengaruh antara *market timing* dengan *net equity issue* sedangkan dalam penelitian Sulistyowati (2015) menunjukkan tidak adanya pengaruh antara *market to book ratio* terhadap struktur modal.

KERANGKA TEORI

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).

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.

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 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.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

1. *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 dijaminan perusahaan juga lebih besar.

2. 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.

3. 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.

4. 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.

Initial Public Offering (IPO)

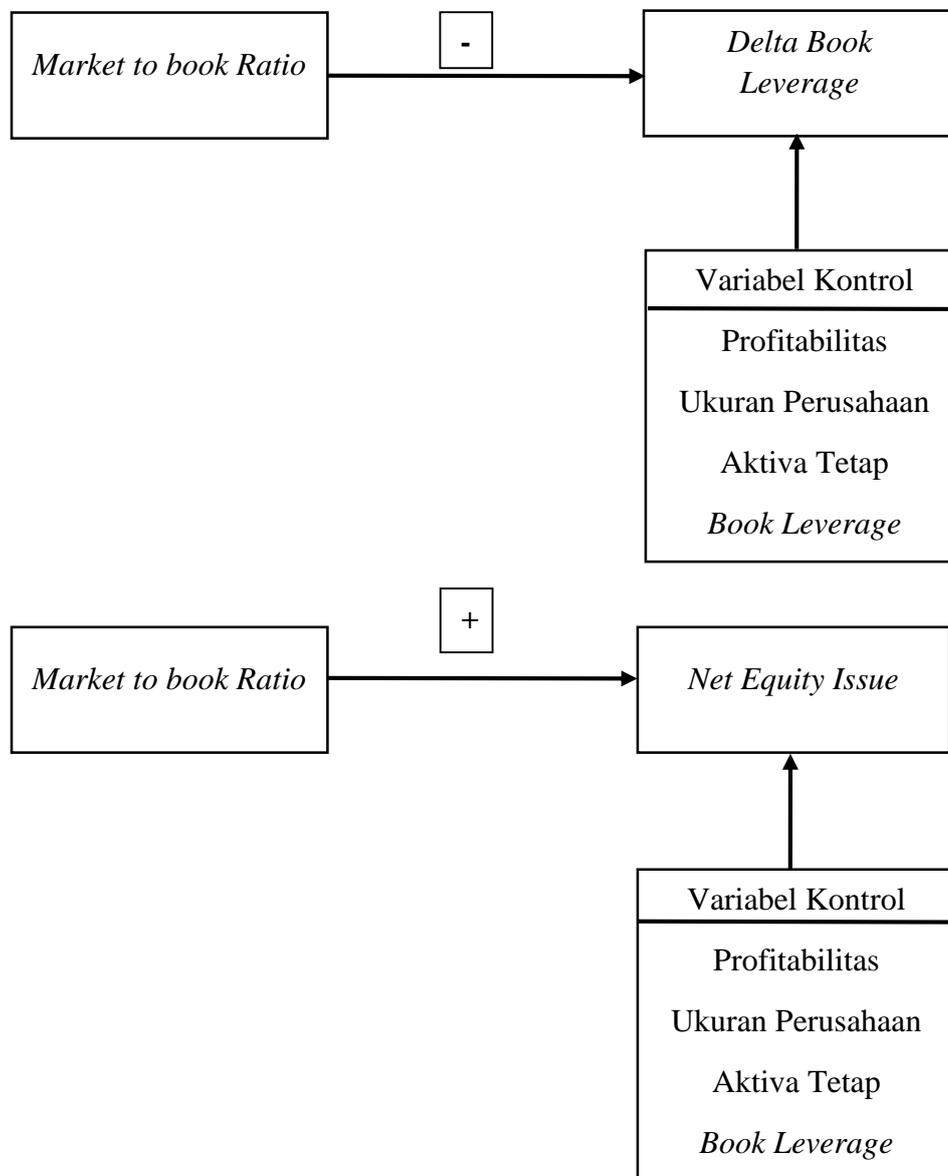
Salah satu bentuk pendanaan perusahaan dapat dilakukan dengan melalui *initial public offering (IPO)* atau sering disebut juga dengan penawaran umum perdana. Menurut Tandelilin (2007), *initial public offering (IPO)* merupakan kegiatan perusahaan untuk pertama kalinya dalam menjual saham perusahaan di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

HIPOTESIS

H1 = *Market to book ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *delta book leverage*

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



Gambar 1. Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Objek yang digunakan memusatkan pada perusahaan di sector non keuangan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2017. Sampel diseleksi menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan beberapa kriteria, yaitu: (1) Perusahaan non keuangan yang melakukan *initial public offering (IPO)* tahun 2010-2017; (2) Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan pada tahun *IPO* dan sebelum tahun *IPO*; (3) Laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan dalam mata uang rupiah; (4) Perusahaan yang tidak mengalami *delisting* maupun *relisting*; (5) Perusahaan yang memiliki proporsi hutang < 100%; (6) Perusahaan yang melakukan kegiatan operasional.

Definisi Operasional dan pengukuran Variabel

1. *Delta Book Leverage*

Delta book leverage dapat diartikan seberapa besar investasi perusahaan yang didanai oleh hutang. Menurut Baker dan Wurgler (2002) rumus yang digunakan dalam menghitung *leverage* yaitu:

$$DEL = \frac{D_t}{A_t} - \frac{D_{t-1}}{A_{t-1}}$$

2. *Net equity Issue*

Net equity issue atau penerbitan saham baru merupakan penambahan jumlah saham yang beredar yang diakibatkan oleh aktivitas *initial public offering (IPO)*. Menurut Baker dan Wurgler (2002) rumus yang digunakan untuk menghitung *net equity issue* yaitu:

$$NEI_t = \frac{\Delta Book Equity - \Delta Retained Earning}{Total Asset_t}$$

3. *Market to book Ratio*

Market to book ratio merupakan salah satu rasio pasar yang digunakan dalam mengukur perbandingan antara harga pasar saham dengan nilai buku saham (Gitman, 2009). Menurut Baker dan Wurgler (2002) rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$MBR_{t-1} = \frac{Book Equity_{t-1}}{Market Value_{t-1}}$$

4. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam periode tertentu (Sulistyowati, 2015). Menurut Baker dan Wurgler (2002) profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan *earning before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)*, sehingga dapat diukur dengan:

$$PROF_{t-1} = \frac{EBITDA_{t-1}}{Total\ Asset_{t-1}}$$

5. Ukuran Perusahaan

Menurut Susilowati (2017), ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari besarnya nilai modal, penjualan dan juga aktiva yang dimiliki perusahaan tersebut. Penelitian ini menggunakan total penjualan dalam mengukur besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan (Baker dan Wurgler, 2002):

$$SIZE_{t-1} = (Log\ Sales)_{t-1}$$

6. Aktiva Tetap

Menurut Baker dan Wurgler (2002), *asset tangibility* adalah kombinasi antara *property, plant and equipment (PPE)* yang dibandingkan dengan total aset. Adapun *asset tangibility* diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$TANG_{t-1} = \frac{PPE_{t-1}}{Total\ Asset_{t-1}}$$

7. Book Leverage

Dalam penelitian ini menggunakan *book leverage* dimana variabel ini digunakan untuk mengetahui seberapa banyak hutang yang digunakan oleh perusahaan sebelum melakukan *initial public offering (IPO)*. Berdasarkan Baker dan Wurgler (2002) rumus yang digunakan untuk mengukur proksi ini adalah:

$$D_I = \frac{D_{t-1}}{A_{t-1}}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
DEL	126	-15.41058	33.25809	-73.64293	16.06412
NEI	126	27.53831	78.63884	0.130205	17.79392
MB	126	3.547901	21.88272	0.203239	4.178890
PPE	126	41.18637	98.32300	0.137584	29.61408
SALES	126	11.70876	13.22823	8.698970	0.743391
EBITDA	126	14.56803	55.70856	-9.559583	11.14983
D_1	126	54.89897	95.11554	2.977551	21.94345

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Berdasarkan hasil analisis deskriptif, tabel 1 menunjukkan variabel struktur modal (*DEL*) mempunyai nilai rata-rata -15.41058 dengan standar deviasi 16.06412. Penerbitan sahambaru (*NEI*) mempunyai nilai rata-rata 27.53831 dengan standar deviasi 17.79392. Nilai pasar (*MBR*) mempunyai nilai rata-rata 3.547901 dengan standar deviasi 4.178890. Aktiva tetap (*PPE*) mempunyai nilai rata-rata 41.18637 dengan standar deviasi 29.61408. Ukuran perusahaan mempunyai nilai rata-rata 11.70876 dengan standar deviasi 0.743391. Profitabilitas (*EBITDA*) mempunyai nilai rata-rata 14.56803 dengan standar deviasi 11.14983. *Book leverage* (*D_1*) mempunyai nilai rata-rata 54.89897 dengan standar deviasi 21.94345.

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas Model I (*DEL*)

Model 1	<i>Delta Book Leverage</i>	Jarque-Bera	12.01425
		Probabilitas	0.002461

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Berdasarkan pada tabel 2 nilai Jarque-Bera sebesar 12.01425 dengan nilai probabilitas sebesar 0.002461, dimana nilai probabilitas pada tabel tersebut lebih kecil dari nilai signifikan yang telah ditetapkan yaitu 5% atau 0.05 sehingga data tidak terdistribusi dengan normal. Berdasarkan *Central*

Limit Theorem apabila data dalam penelitian telah melebihi 30 data dan data tidak terdistribusi dengan normal maka pengujian model regresi dapat dilakukan (Gijarati,2009).

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas Model II (NEI)

Model 2	<i>Net Equity Issue</i>	Jarque-Bera	8.154538
		Probabilitas	0.016954

Sumber: Olahan penulis dari hasil olah data evIEWS 8.0

Berdasarkan pada tabel 3 nilai Jarque-Bera sebesar 8.154538 dengan nilai probabilitas sebesar 0.016954, dimana nilai probabilitas pada tabel tersebut lebih kecil dari nilai signifikan yang telah ditetapkan yaitu 5% atau 0.05 sehingga data tidak terdistribusi dengan normal. Berdasarkan *Central Limit Theorem* apabila data dalam penelitian telah melebihi 30 data dan data tidak terdistribusi dengan normal maka pengujian model regresi dapat dilakukan (Gijarati,2009).

2. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas Variabel Dependen DEL

F-statistic	0.944122	Prob. F(5,122)	0.4551
Obs*R-squared	4.768271	Prob. Chi-Square(5)	0.4448
Scaled explained SS	5.321228	Prob. Chi-Square(5)	0.3779

Sumber: Hasil olah data evIEWS 8.0

Tabel 5
Hasil Uji Heteroskedastisitas Variabel Dependen NEI

F-statistic	2.145609	Prob. F(5,120)	0.0646
Obs*R-squared	10.34004	Prob. Chi-Square(5)	0.0662
Scaled explained SS	14.68379	Prob. Chi-Square(5)	0.0118

Sumber: Hasil olah data evIEWS 8.0 setelah ditransformasi

Berdasarkan uji *Harvey* setelah ditransformasi pada tabel tersebut menunjukkan nilai prob. F sebesar $0.4551 > \alpha$ sehingga dapat dikatakan bahwa residual pada model 1 terbebas dari heteroskedastisitas. Pada model 2 juga menunjukkan nilai prob. F sebesar $0.0646 > \alpha$ sehingga model 2 tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

3. Uji Autokorelasi

Tabel 6
Hasil Uji Autokorelasi

Durbin-Watson Stat	1.989612
--------------------	----------

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Berdasarkan pengujian tersebut, nilai *DW* menunjukkan angka 1.989612 dengan jumlah $k = 5$, $n = 128$. Berdasarkan tabel *DW* tingkat signifikansi yang digunakan yaitu 5% sehingga dapat ditentukan pada tabel *Durbin-Watson* bahwa nilai d_l sebesar 1.6312 dan nilai d_u sebesar 1.7932. Berdasarkan nilai *Durbin-Watson* maka didapatkan $DU < DW < 4-DU = 1.7932 < 1.989612 < 2.2068$. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi penelitian ini.

4. Uji Multikolinearitas

Tabel 7
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	449.7857	314.6155	NA
MB	0.098593	2.032810	1.182121
PPE	0.001738	3.183978	1.065554
SALES	3.652124	351.7941	1.384100
EBITDA	0.014133	3.322496	1.219957
D_1	0.003987	9.677003	1.335798

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen dalam penelitian ini tidak menunjukkan multikolinearitas karena pada tabel tersebut menunjukkan nilai *centered VIF* > 0.10 dan < 10 .

Uji Hipotesis

1. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) merupakan uji yang digunakan untuk mengukur seberapa kuat model dalam menjelaskan variasi variabel dependennya.

Tabel 8
Hasil Uji R^2 DEL

Adjusted R-squared	0.314615
--------------------	----------

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Tabel 9
Hasil Uji R^2 NEI

Adjusted R-squared	0.183954
--------------------	----------

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Berdasarkan hasil pada tabel tersebut nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.314615 untuk variabel dependen *delta book leverage (DEL)* dan 0.183954 untuk variabel dependen *net equity issue (NEI)*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa 0.314615 atau 31% untuk variabel *delta book leverage* dan 0.183954 atau 18% untuk variabel *net equity issue* dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam penelitian yaitu *market to book ratio*, *asset tangibility*, ukuran perusahaan, profitabilitas dan *book leverage*.

2. Uji F atau Uji Kelayakan Model

Tabel 10
Hasil Uji F (DEL)

Nilai F-Statistik	Probabilitas
12.65947	0.000000

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Tabel 11
Hasil Uji F (NEI)

Nilai F-Statistik	Probabilitas
6.635546	0.000017

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Berdasarkan pengujian tersebut menunjukkan bahwa nilai uji F pada variabel dependen *DEL*, F hitung sebesar 12.65947 dengan nilai probabilitas $0.000000 < \alpha 0.05$ sedangkan pada variabel *NEI* F hitung sebesar 6.635546 dengan nilai probabilitas $0.000017 < \alpha 0.05$. Hal tersebut menggambarkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *DEL* dan *NEI* dimana variabel independen *market to book ratio*, *asset tangibility*, ukuran perusahaan, profitabilitas dan *book leverage* secara bersama-sama mempengaruhi variabel *delta book leverage (DEL)* dan *net equity issue (NEI)*.

3. Uji T atau Pengujian model

Uji t digunakan untuk pengujian hipotesis yaitu menguji apakah variabel independen yaitu *market to book ratio* dan variabel kontrol profitabilitas, aktiva tetap, ukuran perusahaan dan *book leverage* berpengaruh signifikan atau tidak terhadap *delta book leverage* dan *net equity issue*

Tabel 12
Hasil Uji t Dependen DEL

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Probabilitas	Keterangan
C	-23.59224	-1.112414	0.2681	
MB	-1.103136	-3.513234	0.0006	Signifikan
PPE	0.003327	0.0079798	0.9365	Tidak Signifikan
SALES	2.859616	1.496356	0.1371	Tidak Signifikan
EBITDA	-0.150322	-1.264444	0.2085	Tidak Signifikan
D_1	-0.358149	-5.672350	0.0000	Signifikan

Sumber: Hasil olah data eviews 8.0

Berdasarkan dari hasil uji statistik t pada tabel 10 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$DEL_{(t)} = -23.59224 - 1.103136 MBR_{(t-1)} + 0.003327 PPE_{(t-1)} + 2.859616 SALES_{(t-1)} - 0.150322 EBITDA_{(t-1)} - 0.358149 D_1_{(t-1)} + \varepsilon$$

Tabel 13
Hasil Uji t Dependen NEI

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Probabilitas	Keterangan
C	89.10845	3.508029	0.0006	
MB	1.467303	3.923448	0.0001	Signifikan
PPE	-0.072130	-1.432764	0.1545	Tidak Signifikan
SALES	-5.330995	-2.326058	0.0217	Signifikan
EBITDA	0.299564	2.113270	0.0366	Signifikan
D_1	-0.104737	-1.378025	0.1708	Tidak Signifikan

Sumber: Olahan penulis dari hasil olah data eviews 8.0

Berdasarkan dari hasil uji statistik t pada tabel 10 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$NEI_{(t)} = 89.10845 + 1.467303 MBR_{(t-1)} - 0.072130 PPE_{(t-1)} - 5.330995 SALES_{(t-1)} - 0.299564 EBITDA_{(t-1)} - 0.104737 D_1_{(t-1)} + \varepsilon$$

PEMBAHASAN

Hasil pengujian hipotesis satu menunjukkan *market tobook ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *delta book leverage*. Hal tersebut sesuai *market timing theory* dimana ketika *market-to-book* ratio tinggi maka *leverage* perusahaan akan dikurangi. Menurut Baker dan Wurgler (2002) perusahaan memiliki kecenderungan untuk menerbitkan saham baru pada saat nilai pasar tinggi sehingga akan mengakibatkan *leverage* perusahaan berkurang yang disebabkan oleh meningkatnya penerbitan saham baru. Penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Baker dan Wurgler (2002) yang mengemukakan bahwa *market to book ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis dua menunjukkan *market tobook ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap *net equity issue*. Hal tersebut menunjukkan bahwa ketika terjadi peningkatan pada variabel *market-to-book* ratio maka akan terjadi peningkatan dalam penerbitan saham baru. Hal ini sejalan dengan *market*

timing theory dimana ketika kondisi pasar sedang menguntungkan maka perusahaan akan melakukan emisi saham baru. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Miswanto (2013) dan Felicia dan Saragih (2015) dimana dalam hasil penelitian tersebut menyebutkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *market to book ratio* dengan *net equity issue*

Variabel kontrol *book leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *delta book leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan memiliki hutang yang lebih besar pada tahun sebelum *IPO* maka perusahaan akan mengurangi hutangnya pada tahun *IPO* yang dikarenakan perusahaan melakukan *initial public offering (IPO)* untuk mendapatkan pendanaan perusahaan. Menurut Celik dan Akarim (2013), hutang perusahaan sebelum melakukan *IPO* akan memiliki tingkat hutang yang tinggi dan perusahaan akan mengurangi hutangnya pada tahun *IPO*. Hasil penelitian ini sesuai dengan Baker dan Wurgler (2002) dan juga Celik dan Akarim (2013) yang mengatakan bahwa rasio hutang perusahaan sebelum melakukan *IPO* akan lebih tinggi dibanding dengan hutang perusahaan pada saat *IPO*.

Variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *net equity issue*. Hal ini menunjukkan bahwa pada saat terjadi peningkatan penjualan perusahaan maka laba perusahaan akan meningkat sehingga perusahaan akan mengurangi emisi saham. Kondisi tersebut sejalan dengan teori *pecking order* dimana perusahaan lebih menggunakan dana internal yang berasal dari laba ditahan yang berasal dari keuntungan yang didapat oleh perusahaan. Teori menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan memanfaatkan sumber dana internal dibandingkan dengan sumber dana eksternal. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Susilawati (2012) dimana variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *net equity issue*.

Variabel kontrol profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *net equity issue*. Hal ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi maka perusahaan akan dinilai lebih tinggi oleh investor karena investor lebih menyukai perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat profitabilitas rendah sehingga

akan memiliki harga saham yang lebih tinggi pula (Horne dan Wachowicz, 2012). Harga saham yang lebih tinggi dapat diartikan bahwa ketika perusahaan mengeluarkan sejumlah saham baru maka perusahaan tersebut akan mendapatkan hasil yang lebih tinggi. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Dhita, dkk (2018) dimana variabel profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *net equity issue*.

SIMPULAN DAN SARAN

1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan dari penelitian ini adalah : (1) *Market to book ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *delta book leverage*; (2) *Market to book ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap *net equity issue*.

2. Saran

Saran dalam penelitian ini, yaitu: (1) Bagi peneliti selanjutnya dapat menambahkan proksi lain seperti proksi *hot-cold market*; (2) Peneliti selanjutnya dapat meneliti mengenai pengaruh *market timing* dalam jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Alti, A. (2006). How Persistent Is The Impact of Market Timing on Capital Structure . *The Journal of Finance*, Vol. 61 No 4.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 57 No1.
- Basuki, A. T. (2017). *Ekonometrika Dan Aplikasi Dalam Ekonomi*. Yogyakarta: Mitra Pustaka Nurani.
- Bougatef, K., & Chicti, J. (2010). Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France . *International Journal of Business and Management* , Vol. 5 No. 10.
- Brigham, F. E., & Joul, F. H. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat.
- Celik, S., & Akarim, Y. D. (2013). Does Market Timing Drive Capital Structure? Empirical Evidence from an Emerging Market. *International Journal of Economics and Financial Issues* , Vol 3 No 1.
- Dhita, S., Achsani, N. A., Sembel, R., & Purwanto, S. (2018). Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Manajemen Teknologi*, Vol. 17 No1.
- Fahima, N., & Soeharto, S. M. (2016). Equity Market Timing Dan Struktur Modal. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, Vol 9. No. 2.
- Felicia, & Saragih, F. D. (2015). Analisis Pengaruh Market Timing Terhadap Struktur Modal Perusahaan non-Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Administrasi Bisnis*, Vol.11 No.2.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. (2009). *Principles of Manajerial Finance*. United States: Pearson Addison Wesley.
- Gujarati, D. (2009). *Ekonometri Dasar. Terjemahan: Sumarno Zain*. Jakarta: Erlangga.
- Hanafi, M. M. (2014). *Manajemen Keuangan*. BPF: Yogyakarta.
- Hardiningsih, P., & Oktaviani, R. M. (2012). Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory Dan Pecking Order. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Vol. 1 No. 1.

- Hartono, J. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Hasudungan, J., Dwiatmanto, & ZA, Z. (2017). Pengaruh Struktur Modal Dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham. *Pengaruh Struktur Modal Dan Profitabilitas*, Vol. 46 No. 1.
- Husnan, S., & Enny, P. (2004). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Empat*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Kanita, G. G. (2014). Pengaruh Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Perusahaan Makanan dan Minuman. *Triekonomika*, Vol 13 No 2.
- Khairin, M. Y., & Harto, P. (2014). Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas, Fixed Asset Ratio Dan Risiko Pasar Terhadap Struktur Modal. *Diponegoro Journal Of Accounting*, Vol. 3 No 2.
- Mahajan, A., & Tartaroglu, S. (2008). Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidence. *Journal Of Banking & Finance*, Vol 32.
- Malik, B. I., Bayunitri, B. I., & Malik, T. A. (2015). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia. *Star-Study&Accounting Research*, Vol XII No 1.
- Martono, & A, H. (2013). *Manajemen Keuangan (Edisi 3)*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Miswanto. (2013). Market Timing Dan Pengaruhnya Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Indonesia Yang Ipo Tahun 2000-2008. *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 17 No. 1.
- Nasrizal. (2010). Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Kebijakan Deviden, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ekonomi*, Vol 18 No 4.
- Natasia, W. (2015). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, Vol 4 No 12.
- Nuswandari, C. (2013). Determinan Struktur Modal Dalam Perspektif Pecking Order Theory Dan Agency Theory. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Vol. 2 No.1.
- Pahuja, A., & Anus, S. (2012). actors Affecting Capital Structure Decision: Empirical Evidence From Selected Indian Firms. *International Journal of Marketing, Financial Service, & Management Research*, Vol 1 No 3.

- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5.
- Riyanto, B. (2010). *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Sawitri, N. A., & Suhari, E. (2009). Analisis Market Timing Dan Struktur Modal. *Jurnal Bisnis & Manajemen*, Vol. 9 No.2.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2017). *Metode Penelitian Untuk Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Setyawan, I. R., & Frensidy, B. (2012). Empirical Tests for Market Timing Theory of Capital Structure in Indonesia Stock Exchange. *Annual Conference on Pasific Basic Finance, Economis, Accounting and Management*.
- Setyawan, I. R. (2011). An Empirical Study on Market Timing Theory Of Capital Structure. *International Research Journal of Business Studies*, Vol 4 No 2.
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sulistyowati, C. (2015). Equity Market Timing Dan Struktur Modal Pada Perusahaan Keluarga Di Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia*, Vol. 2 No. 2.
- Supomo, B., & Indriyanto, N. (2002). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPFE.
- Suprihatin, N. S., & Mansur, H. M. (2016). Pengaruh Rasio Keuangan Dan Reputasi Underwriter Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Dibursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2005-2008. *Jurnal Akuntansi*, Vol. 3. No.1.
- Susilawati, C. E. (2012). Implikasi Market Timing Pada Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Manajemen*, Vol XVI No 01.
- Tandelilin, E. (2014). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Penerbit Kanisius.
- Tartaroglu, S., & Mahajan, A. (2007). Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidence. *Journal of Banking and Finance*.
- Tenggono, A. (2016). Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Sektor Barang Konsumsi Sub Sektor Farmasi

Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2009-2014. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, Vol 52 No 11.

Udayani, D., & Suaryana, I. A. (2013). Pengaruh Profitabilitas dan Investment dan Opportunity S_{Et} Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol 4 No 2.

Wijayanti, A. (2018). *Pengaruh Market Timing Terhadap Struktur Modal Perusahaan Yang Melakukan Penawaran Saham Perdana (Ipo) Yang Tercatat Di Daftar Efek Syariah Periode 2011-2016*. Yogyakarta: Universitas Islam Negeri Sunn Kalijaga.

Zulganef. (2008). *Metode Penelitian Sosial dan Bisnis*. Yogyakarta: Graha Ilmu.

Sumber internet:

<http://britama.com/index.php/perusahaan-tercatat-di-bei/> diakses pada 26 September 2018 pukul 14.09

<https://dokumen.tips/documents/bab-10-ppe.html> diakses pada 20 September 2018 pukul 9.09

<https://m.id.investing.com/currencies/usd-idr-historical-data> diakses pada 26 September 2018 pukul 15.36

<http://web.idx.id/id-id/beranda/perusahaantercatat/laporankeuangantahunan.aspx> 26 September 2018 pukul 12.56

<http://www.google.com/amp/amp.kontan.co.id/news/melantai-perdana-saham-nfc-indonesia-nfcxnaik-4973-di-batas-auto-rejection> diakses pada 20 November 2018 pukul 20.30