

**PENGARUH *MARKET TIMING* TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA  
PERUSAHAAN NON – KEUANGAN YANG MELAKUKAN IPO (*INITIAL  
PUBLIC OFFERING* ) DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2017**

**(TESIS)**

**Oleh**

**Mohammad Athian Manan**



**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS LAMPUNG  
BANDAR LAMPUNG  
2022**

## ABSTRAK

### **PENGARUH *MARKET TIMING* TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN NON-KEUANGAN YANG MELAKUKAN IPO (*INITIAL PUBLIC OFFERING*) DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2017.**

Oleh

**Mohammad Athian Manan**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *market timing* terhadap struktur modal perusahaan Non-Keuangan yang melakukan IPO atau penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2017, selain itu penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh persistensi (jangka panjang) *market timing* terhadap struktur modal pada periode penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana.

Sampel pada penelitian ini diambil dengan menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh 102 perusahaan sampel. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, dan teknik analisis data yang digunakan analisis regresi linier berganda dengan estimasi data panel. Model estimasi data panel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *fixed effect model*. Penelitian ini juga menggunakan empat variabel kontrol yaitu : profitabilitas, ukuran perusahaan, *asset tangibility* dan *growth*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *market timing* yang diukur dengan *market to book ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat indikasi praktik penerbitan saham pada saat harga (nilai) pasar ekuitas tinggi dan membeli kembali pada harga rendah. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa secara jangka panjang *market timing* yang diukur dengan *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB) tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

**Kata Kunci : *Market Timing*, Persistensi *Market Timing*, Struktur Modal, *Initial Public Offering*, Profitabilitas, *Size*, *Asset Tangibility* dan *Growth*.**

## **ABSTRACT**

### ***THE EFFECT OF MARKET TIMING ON CAPITAL STRUCTURE ON NON-FINANCIAL COMPANIES THAT CONDUCTED IPO (INITIAL PUBLIC OFFERING) ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE FOR THE 2010-2017 PERIOD.***

**By**  
**Mohammad Athian Manan**

*This study aims to determine the effect of market timing on the capital structure of non-financial companies that conducted IPO or initial offerings on the Indonesia Stock Exchange for the 2010-2017 period, besides that this study also aims to determine whether there is a persistent (long-term) effect of market timing on the structure of market timing. capital during the initial offering period up to 3 years after the initial offering.*

*The sample in this study was taken using purposive sampling and obtained 102 sample companies. The data used in this study is secondary data, and the data analysis technique used is multiple linear regression analysis with panel data estimation. The panel data estimation model used in this study is the fixed effect model. This study also uses four control variables, namely: profitability, firm size, asset tangibility and growth.*

*The results of this study indicate that market timing as measured by the market to book ratio has a significant negative effect on capital structure. This shows that there is an indication of the practice of issuing shares when the price (value) of the equity market is high and buying back at a low price. This study also shows that in the long term market timing as measured by external finance weighted average market to book ratio (EFWAMB) has no effect on capital structure.*

**Keywords:** *Market Timing, Market Timing Persistence, Capital Structure, Initial Public Offering, Profitability, Size, Asset Tangibility and Growth.*

**PENGARUH *MARKET TIMING* TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA  
PERUSAHAAN NON – KEUANGAN YANG MELAKUKAN IPO (*INITIAL  
PUBLIC OFFERING* ) DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2017**

**Oleh**

**Mohammad Athian Manan**

**Tesis**

**Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Mencapai Gelar  
MAGISTER MANAJEMEN**

**Pada**

**Jurusan Magister Manajemen  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS LAMPUNG  
BANDAR LAMPUNG  
2022**

Judul Tesis : **PENGARUH MARKET TIMING TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN NON - KEUANGAN YANG MELAKUKAN IPO (INITIAL PUBLIC OFFERING) DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2017**

Nama Mahasiswa : **Mohammad Athian Manan**

Nomor Pokok Mahasiswa : 2021011014

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Program Studi : Magister Manajemen

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Pembimbing I

Pembimbing II

**MENYETUJUI**

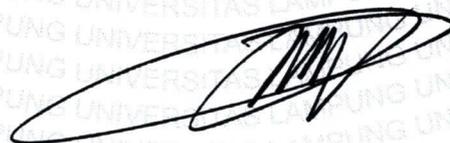


**Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc.**  
NIP 19580507 198703 1 001



**Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.**  
NIP 19750411 200312 1 003

**Ketua Program Studi Magister Manajemen  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Lampung**



**Prof. Dr. Mahrinasari MS, S.E., M.Sc.**  
NIP 19661027 199003 2 002

## MENGESAHKAN

### 1. Tim Penguji

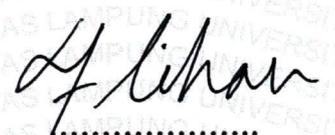
Ketua : **Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc.** .....



Sekretaris : **Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.**



Penguji I : **Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si.**



Penguji II : **Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.**



### 2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis



**Dr. Nairobi, S.E., M.Si.**  
NIP 19660621 199003 1 003

### 3. Direktur Program Pascasarjana



**Prof. Dr. Ir. Ahmad Saudi Samosir, S.T., M.T.**  
NIP 19710415 199803 1 005



Tanggal Lulus Ujian Tesis : **14 April 2022**

## LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN KARYA ILMIAH

Dengan ini saya menyatakan dengan sebenarnya bahwa :

1. Tesis dengan judul “**Pengaruh *Market timing* terhadap Struktur Modal pada perusahaan non-keuangan yang melakukan IPO (*Initial Public Offering*) di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2017**” adalah karya saya sendiri dan saya tidak melakukan penjiplakan atau pengutipan atas karya orang lain dengan cara yang tidak sesuai dengan tata etika ilmiah yang berlaku dalam masyarakat akademik atau yang disebut ***Plagiarisme***.
2. Hak intelektual atas karya ilmiah ini diserahkan sepenuhnya kepada Universitas Lampung.

Atas pernyataan ini, apabila dikemudian hari ternyata ditemukan adanya ketidakbenaran, saya bersedia menanggung akibat dan sanksi yang diberikan kepada saya, saya bersedia dan sanggup dituntut sesuai dengan hukum yang berlaku.

Bandar Lampung, 16 Januari 2022  
Peneliti



Mohammad Athian Manan  
NPM. 2021011014

## **RIWAYAT HIDUP**

Peneliti dilahirkan di Kotabumi pada tanggal 16 Januari 1999. Peneliti merupakan putra dari pasangan Bapak Monthy Manan dan Ibu Nurmada Tuasamu, anak kedua dari 3 bersaudara.

Dengan rahmat Allah SWT. Peneliti menyelesaikan Pendidikan Formalnya yang dimulai dari Taman Kanak-Kanak (TK) Aisyah, Kembang Tanjung, Kotabumi, Lampung Utara pada tahun 2004, kemudian dilanjutkan di Sekolah Dasar Negeri 4 Tanjung Aman, Kotabumi, Lampung Utara pada tahun 2010, Kemudian dilanjutkan di Sekolah Menengah Pertama 1 Kotabumi, Lampung Utara pada tahun 2013, dan pada tahun 2016 peneliti menyelesaikan Sekolah Menengah Atas di SMAN 3 Kotabumi, Lampung Utara.

Peneliti menyelesaikan pendidikan Sarjana pada tahun 2020 di Universitas Lampung, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, jurusan Manajemen. Pada tahun 2020 juga Peneliti terdaftar menjadi mahasiswa diprogram studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung dan lulus pada tahun 2022.

## MOTTO

“Sesungguhnya Allah bersama orang-orang yang sabar.”

— *QS. Al Baqarah : 153* —

“Ilmu tanpa Adab seperti Api tanpa Kayu dan Adab tanpa Ilmu seperti  
Ruh tanpa Jasad.”

— *Abu Zakaria An Anbari* —

“Hidup bukan tentang diri sendiri, Hidup mengajarkan kita cara untuk  
berbagi Kebahagiaan dengan orang lain.”

— *Yuuki Asuna in “Swort Art Online” By Reki Kawahara* —

“Kehidupan itu sama dengan langit terus berpindah dan bergerak, langit  
takkan selamanya cerah dan hujan takkan selamanya jatuh.”

— *Kamado Tanjiro in “Kimetsu No Yaiba” By Koyoharu Gotoge* —

## **PERSEMBAHAN**

Bismillahirrahmanirrahim

Segala puji milik Allah SWT atas rahmat dan nikmat yang telah diberikan,  
kupersembahkan karya ini sebagai tanda bakti dan cinta kasihku kepada :

### **Orang Tuaku**

Papa Ir. Monthly Manan dan Mamah Nurmada Tuasamu, S.E.  
yang selalu senantiasa tanpa pamrih untuk berdoa dan memberikan kasih sayang  
yang tidak pernah habis kepada putranya, terima kasih telah menjadi penyemangat  
dan pemberi motivasi dalam menyelesaikan kuliahku.

## SANWACANA

### **Bismillahirrohmaanirrohim,**

Alhamdulillah, puji syukur kehadirat Allah SWT. yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya, sehingga peneliti dapat menyelesaikan tesis ini yang berjudul **“Pengaruh *Market timing* terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Non-Keuangan yang melakukan IPO (*Initial Public Offering*) di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2017”**. Tesis ini adalah salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan dan memperoleh gelar Magister Manajemen pada program studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

Dalam tesis ini, peneliti memperoleh bantuan dan bimbingan serta petunjuk dari berbagai pihak sehingga membantu mempermudah proses penyusunan tesis ini. Maka dalam kesempatan ini, dengan segala kerendahan hati, peneliti ingin menyampaikan rasa hormat dan ucapan terima kasih yang tulus kepada :

1. Bapak Dr. Nairobi, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
2. Ibu Prof. Dr. Mahrinasari MS, S.E., M.Si. selaku Ketua Program Pascasarjana Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Bapak Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc. selaku Pembimbing Utama, terima kasih atas kesediaannya dalam memberikan nasihat, masukan, kritik dan saran sehingga peneliti dapat menyelesaikan Tesis ini.
4. Ibu Dr. Sri Hasnawati., S.E., M.Si. selaku Pembimbing Akademik dan Pembimbing Pendamping, terima kasih atas kesediaannya memberikan nasihat selama Peneliti menjadi mahasiswa dan bimbingan, masukan, kritik, saran, dan bantuan kepada Peneliti sehingga dapat menyelesaikan Tesis ini.

5. Bapak Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si. selaku Dosen Penguji Pertama, terima kasih atas kesediaannya dalam memberikan pengarahan dan pengetahuan dalam proses penyelesaian Tesis ini.
6. Ibu Dr. Ernie Hendrawaty S.E., M.Si selaku Penguji Kedua, terima kasih atas kesediaannya dalam memberikan pengarahan, saran dan pengetahuan da;a, proses penyelesaian Tesis ini.
7. Bapak dan Ibu Dosen beserta Staff dan Karyawan Program Studi Magister Manajemen, atas segala ilmu dan pengetahuan yang telah diberikan selama Peneliti menjadi Mahasiswa.
8. Mba Dharmawanti, S.Sos., terima kasih atas kesediaan dan kesabaran dalam membantu proses perkuliahan hingga penyelesaian Tesis ini.
9. Kakak-ku Mohammad Salman Manan, S.T. yang selalu mendukung, memberi doa, menjadi teman diskusi dan memberi motivasi terima kasih telah telah selalu ada di situasi apapun dan sabar mempunyai adik seperti saya.
10. Adik-ku tersayang Mohammad Yusuf Manan (Alm.) yang selalu ada di dalam hati-ku sampai kapanpun terima kasih telah memberikan pengalaman hidup dan mengajarkan banyak arti kehidupan serta kenangan yang berharga.
11. Untuk Keluarga besar Manan dan Keluarga besar Tuasamu, terima kasih atas doa dan dukungan yang telah diberikan.
12. Sepupu terdekatku Zatira Chairunnisa Arief Samana dan Salma Ariesta Salampessy terima kasih telah menjadi sosok seorang kakak perempuan yang baik, teman diskusi, serta teman curhat yang selalu ada untuk adiknya.
13. Untuk Bang Apri Fajar, terima kasih telah banyak membantu peneliti serta memberikan doa dan dukungan sejak peneliti kuliah di program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Lampung
14. Untuk sahabat-ku, Sandes, Aziz, Arkan, Mahardika, Ulik, Wahyu, Justika, Maya, Zona, Miranda, Nanda, Rona, Tiyas Anam, Vivin, Mea, Naufal, John Dicky, Anggun, Riska, Fitri Sukma dan Mella, Terima Kasih Atas bantuan, pelajaran hidup dan doa, semoga silaturahmi tetap terjaga, saya berharap kalian bisa sukses dan meraih impian kalian.

15. Untuk sahabat-sahabatku grub Hofland Ririn, Muchlis, Pratio, Paris, Ade, Mira, Intan, Agung, Heri, Rudi, Khusnul dan Fitriyana terimakasih atas telah membuat masa perkuliahan peneliti menjadi penuh warna dan tawa, terima kasih atas doa, dukungan, motivasi, pelajaran hidup yang berharga. Semoga silaturahmi dapat terjaga meski kelak ketika mengambil jalan masing-masing, saya berharap kalian bisa sukses dan meraih impian kalian.
16. Untuk teman seperjuangan, Kak Reza, Mas Hiro, Mba Yudis, Bu Melda, Mas Adit, Mas Aldio, Mas Zul, Bang Adim, Mba Apri, Bang Tio, Mba Audina, Mba Afilia serta seluruh teman-teman Magister Manajemen Angkatan 2020 yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih telah membantu selama perkuliahan, sukses untuk kalian semua.
17. Untuk teman seperjuangan Kopma Unila Kepengurusan Digdaya yang tidak dapat saya sebutkan satu persatu, terima kasih atas kebersamaan dan pelajaran hidup selama kepengurusan.
18. Terimakasih untuk Almamater Tercinta Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
19. Semua pihak yang telah membantu, memberikan motivasi serta doa kepada peneliti yang tidak dapat disampaikan satu persatu peneliti ucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya.

Akhir kata, peneliti menyadari bahwa Tesis ini masih jauh dari kesempurnaan, akan tetapi sedikit harapan semoga Tesis ini dapat berguna dan bermanfaat bagi kita semua.

Bandar Lampung, 16 Januari 2022

Peneliti,

Mohammad Athian Manan

## DAFTAR ISI

<b>SANWACANA</b> .....	i
<b>DAFTA ISI</b> .....	iv
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	vi
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	vii
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	viii
<b>I. PENDAHULUAN</b> .....	1
A. Latar Belakang .....	1
B. Rumusan Masalah .....	6
C. Tujuan Penelitian .....	6
D. Manfaat Penelitian.....	7
<b>II. TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS</b> .....	8
A. Tinjauan Pustaka .....	8
1. Struktur Modal.....	8
2. <i>Market Timing Theory</i> (Teori <i>Market Timing</i> ).....	10
3. Profitabilitas .....	12
4. Ukuran Perusahaan ( <i>Size</i> ) .....	12
5. <i>Asset Tangibility</i> .....	13
6. <i>Growth</i> .....	13
B. Penelitian Terdahulu .....	14
C. Kerangka Pemikiran .....	15
D. Hipotesis .....	18
1. Pengaruh <i>Market Timing</i> Terhadap Struktur Modal Perusahaan. ....	18
2. Pengaruh <i>Market Timing</i> secara persisten (jangka panjang) terhadap Struktur Modal perusahaan. ....	18
<b>III. METODOLOGI PENELITIAN</b> .....	20
A. Jenis Penelitian dan Sumber Data. ....	20
B. Populasi dan Sampel.....	20

C.	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	22
1.	Variabel Terikat ( <i>Dependent Variabel</i> ) .....	22
2.	Variabel Bebas ( <i>Independent Variabel</i> ) .....	23
3.	Variabel Kontrol .....	24
D.	Teknik Analisis Data .....	25
1.	Analisis Statistik Deskriptif .....	26
2.	Uji Asumsi Klasik.....	26
3.	Uji Regresi Data Panel.....	27
4.	Analisis Regresi Linier Berganda .....	28
5.	Pengujian Hipotesis .....	29
<b>IV.</b>	<b>HASIL DAN PEMBAHASAN</b> .....	<b>31</b>
A.	Hasil Penelitian .....	31
1.	Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif .....	31
2.	Hasil Uji Asumsi Klasik Model Pertama .....	38
3.	Hasil Pengujian Spesifikasi Model Pertama .....	41
4.	Hasil Uji Analisis Regresi Linier Berganda Model Pertama .....	43
5.	Hasil Uji Hipotesis Model Pertama.....	44
6.	Hasil Uji Asumsi Klasik Model Kedua.....	46
7.	Hasil Pengujian Spesifikasi Model Kedua .....	49
8.	Hasil Uji Analisis Regresi Linier Berganda Model Kedua .....	51
9.	Hasil Uji Hipotesis Model Kedua .....	52
B.	Pembahasan.....	55
1.	Pengaruh <i>Market Timing</i> Terhadap Struktur Modal .....	55
2.	Pengaruh <i>Market Timing</i> secara Persisten (Jangka Panjang) Terhadap Struktur Modal .....	56
<b>V.</b>	<b>SIMPULAN DAN SARAN</b> .....	<b>58</b>
A.	Simpulan .....	58
B.	Saran.....	59

## **DAFTAR PUSTAKA**

## **LAMPIRAN**

## DAFTAR TABEL

<b>Tabel</b>	<b>Halaman</b>
1. Data Perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan IPO pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2017 .....	4
2. Penelitian Terdahulu .....	14
3. Kriteria Pemilihan Sampel .....	21
4. Hasil Uji Statistik Deskriptif .....	31
5. Hasil Uji Multikolinieritas Model Pertama.....	40
6. Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Pertama.....	40
7. Hasil Uji Autokorelasi Model Pertama .....	41
8. Hasil Uji Chow Model Pertama .....	42
9. Hasil Uji Hausman Model Pertama .....	42
10. Hasil Uji Analisis Regresi Linier Berganda Model Pertama .....	43
11. Hasil Uji T, Uji F dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Model Pertama .....	44
12. Hasil Uji Multikolinieritas Model Kedua .....	48
13. Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Kedua .....	48
14. Hasil Uji Autokorelasi Model Kedua.....	49
15. Hasil Uji Chow Model Kedua.....	50
16. Hasil Uji Hausman Model Kedua .....	51
17. Hasil Uji Analisis Regresi Linier Berganda Model Kedua .....	51
18. Hasil Uji T, Uji F dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Model Kedua.....	53

## **DAFTAR GAMBAR**

<b>Gambar</b>	<b>Halaman</b>
1. Kerangka Pemikiran Hipotesis Model Pertama .....	17
2. Kerangka Pemikiran Hipotesis Model Kedua.....	17
3. Hasil Uji Normalitas Model Pertama .....	39
4. Hasil Uji Normalitas Model Kedua.....	47

## DAFTAR LAMPIRAN

<b>Lampiran</b>	<b>Halaman</b>
1. Daftar Sampel Perusahaan Non-Keuangan Yang Melakukan IPO ( <i>Initial Public Offering</i> ) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2017 .....	L-1
2. Hasil Perhitungan <i>Market Timing</i> , Persistensi <i>Market Timing</i> Profitabilitas, <i>Size</i> , <i>Asset Tanggibility</i> , <i>Growth</i> Dan <i>Leverage</i> .....	L-4
3. Data Hasil Perhitungan <i>Market Leverage</i> .....	L-21
4. Data Hasil Perhitungan <i>Market Timing</i> .....	L-39
5. Data Hasil Perhitungan Persistensi <i>Market Timing</i> .....	L-57
6. Data Hasil Perhitungan Profitabilitas.....	L-76
7. Data Hasil Perhitungan Ukuran Perusahaan ( <i>Size</i> ) .....	L-87
8. Data Hasil Perhitungan <i>Asset Tanggibility</i> .....	L-97
9. Data Hasil Uji Pertumbuhan Perusahaan ( <i>Growth</i> ) .....	L-107
10. Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif .....	L-117
11. Hasil Uji Normalitas Model Pertama .....	L-117
12. Hasil Uji Multikolinieritas Model Pertama.....	L-117
13. Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Pertama.....	L-118
14. Hasil Uji Autokorelasi Model Pertama.....	L-119
15. Hasil Uji Chow Model Pertama .....	L-120
16. Hasil Uji Hausman Model Pertama .....	L-121
17. Hasil Uji Regresi Linier Berganda Model Pertama .....	L-122
18. Hasil Uji, Uji T, Uji F Dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Model Pertama.....	L-123
19. Hasil Uji Normalitas Model Kedua.....	L-124
20. Hasil Uji Multikolinieritas Model Kedua .....	L-124
21. Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Kedua .....	L-125
22. Hasil Uji Autokorelasi Model Kedua.....	L-126
23. Hasil Uji Chow Model Kedua.....	L-127
24. Hasil Uji Hausman Model Kedua .....	L-128
25. Hasil Uji Regresi Linier Berganda Model Kedua .....	L-129
26. Hasil Uji T, Uji F Dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Model Kedua.....	L-130

## I. PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang

Perkembangan dunia bisnis yang semakin pesat telah menciptakan persaingan ketat antar perusahaan. Persaingan ketat antar perusahaan mengakibatkan setiap perusahaan akan menghadapi berbagai tantangan agar dapat bertahan ditengah persaingan ketat yang terjadi, salah satunya adalah masalah pendanaan. Suatu perusahaan mendanai aktivitasnya menggunakan modal yang berasal baik dari sumber internal (laba ditahan) maupun sumber eksternal (utang dan penerbitan saham).

*Initial Public Offering* atau IPO adalah kondisi dimana ketika perusahaan untuk pertama kali menjual sahamnya kepada publik atau masyarakat umum. Tujuan IPO adalah untuk mendapatkan dana tambahan guna melancarkan operasional perusahaan maupun untuk mempercepat kegiatan ekspansinya (Karmila dan Musnadi, 2019). Menurut Septia (2015) perusahaan melakukan IPO (*Initial Public Offering*) adalah untuk memperbaiki struktur modal perusahaan, manajer harus mencari alternatif sumber dana atau kombinasi sumber dana optimal yang akan dipilih guna mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya.

Struktur modal merupakan penentuan proporsi atau perbandingan pemenuhan kebutuhan pembelanjaan perusahaan dengan cara memilih menggunakan utang, ekuitas, atau dengan menerbitkan saham (Brigham & Gapensky, 1996). Tujuan dari kebijakan struktur modal adalah memperoleh kombinasi sumber dana yang tepat sehingga akan meminimalkan biaya modal dan mencapai struktur modal yang optimal.

Struktur modal yang optimal menurut Brealey, Myers, dan Marcus (2011) adalah struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Teori *pecking order* dikemukakan oleh Myers (2001), Teori ini menjelaskan dalam kebijakan struktur modal perusahaan terlebih dahulu menggunakan dana internal untuk membiayai kegiatan investasinya yakni dengan menggunakan laba ditahan yang dimiliki perusahaan. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal yang dimulai dari utang hingga penerbitan saham, namun dalam kenyataannya terdapat perusahaan-perusahaan dalam menggunakan dana untuk kegiatan investasinya tidak sesuai urutan atau hierarkinya (Karmila dan Musnadi, 2019). Menurut Celik & Akarim (2013) teori *pecking order*, penggunaan sumber daya seharusnya memiliki urutan di mana dana internal berada di puncak hierarki keuangan, pinjaman tanpa risiko ada diperingkat kedua dan saham berada pada peringkat terendah.

Teori *trade-off* (Myers, 2001) menyatakan hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat utang yang optimal. Struktur modal yang optimal akan dicapai apabila perusahaan mampu menyeimbangkan antara penghematan pajak (*tax shield*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Teori *trade-off* merupakan model yang sangat konsisten dalam upaya mencari struktur modal optimal agar nilai perusahaan dapat dimaksimalkan (Karmila dan Musnadi, 2019).

Penelitian mengenai struktur modal umumnya berfokus pada dua teori, yaitu : *trade off theory* dan *pecking order theory*, namun terdapat pandangan baru mengenai masalah struktur modal yaitu *equity market timing theory* dimana perusahaan-perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali *equity* pada saat *market value* rendah (Baker dan Wurgler, 2002). Tujuan dari melakukan *equity market timing* adalah untuk memanfaatkan fluktuasi sementara biaya ekuitas terhadap biaya komponen modal lainnya.

Menurut Karmila dan Musnadi (2019) teori *market timing* merupakan teori yang paling natural dalam mengidentifikasi kebijakan pendanaan perusahaan. Teori ini

menjelaskan, struktur modal merupakan hasil kumulatif upaya perusahaan di masa lalu dalam menentukan waktu (*timing*) memasuki pasar.

Pasar modal yang tidak efisien atau tersegmen, *market timing* bermanfaat bagi pemegang saham yang ada atas biaya investor yang masuk (membeli saham) dan keluar (menjual kembali saham) pada pasar modal (Miswanto, 2013).

Salah satu praktik *market timing* adalah memanfaatkan *mispricing* saham di pasar modal (Saad dan Siagian, 2011). *Mispricing* didefinisikan sebagai suatu kondisi di mana harga saham dinilai terlalu tinggi (*overvalued*) atau terlalu rendah (*undervalued*) dari nilai wajarnya (Karmila dan Musnadi 2019). *Mispricing* terjadi diakibatkan para investor tidak terdiri dari orang-orang yang rasional dan juga tidak emosional.

Menurut Santosa (2010) fenomena *mispricing* ditandai dengan adanya pembalikan harga (*price reversal*). *Price reversal* merupakan perubahan harga saham karena investor melakukan kesalahan dalam menetapkan harga saham (*mispricing*). *Price reversal* terjadi ketika harga saham bergerak secara eksekutif menjauhi nilai intrinsiknya, saham yang telah mengalami kenaikan atau penurunan harga akan terus mengalami kenaikan atau penurunan harga walaupun tidak ada informasi baru yang berkaitan dengan fundamental perusahaan. Hal tersebut akan berhenti dan diikuti pembalikan akibat koreksi harga oleh para investor.

Berikut dibawah ini adalah tabel 1 yang menunjukkan rata-rata data awal kenaikan dan penurunan harga saham yang ditentukan berdasarkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dilihat dari selisih pada satu tahun perdagangan dikurangi dengan harga saham satu tahun sebelumnya dan tersebut menunjukkan data jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun penelitian.

**Tabel 1. Data Perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan IPO pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2017**

Tahun	Rata-Rata IHSG	Perubahan	Ket	IPO (Perusahaan)	Perubahan	Ket
2010	3.703,51	Nilai Awal	Nilai Awal	22	Nilai Awal	Nilai Awal
2011	3.821,99	118,48	Naik	25	3	Naik
2012	4.316,69	494,70	Naik	22	(3)	Turun
2013	4.274,18	(42,51)	Turun	30	8	Naik
2014	5.226,95	952,77	Naik	23	(7)	Turun
2015	4.593,01	(633,94)	Turun	16	(7)	Turun
2016	5.296,71	703,70	Naik	15	(1)	Turun
2017	6.335,65	1.038,94	Naik	37	22	Naik

Sumber : [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan Data Diolah Peneliti

Berdasarkan data pada tabel 1 di atas menunjukkan bahwa terjadi perubahan harga pada satu tahun tertentu yang diikuti oleh perubahan harga ke arah yang berlawanan pada tahun berikutnya, di mana hal ini dikenal dengan pembalikan harga saham (*price reversal*). Hal ini didukung dengan perubahan jumlah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia yang mana masih terdapat tahun dimana IPO mengalami kenaikan namun nilai rata-rata dari IHSG mengalami penurunan atau sebaliknya, seperti pada tahun 2012, 2014 dan 2016 diketahui nilai rata-rata IHSG mengalami kenaikan namun pada tahun tersebut jumlah perusahaan yang melakukan IPO mengalami penurunan, selain itu dapat diketahui pada tahun 2013 rata-rata nilai IHSG mengalami penurunan namun pada tahun tersebut jumlah perusahaan yang melakukan IPO mengalami kenaikan. Berdasarkan data tersebut dapat disimpulkan bahwa fenomena *mispricing* terjadi di Indonesia yang ditandai dengan adanya pembalikan harga (*price reversal*), hal ini memunculkan dugaan bahwa perusahaan – perusahaan yang sudah *go public* di Indonesia memanfaatkan *market timing* dalam keputusan pendanaannya.

Menurut Sulistyowati (2015) terdapat dua versi dari *equity market timing*. Versi pertama adalah versi dinamis dari Myers dan Majluf (1984) dalam Baker dan

Wurgler (2002) mengenai asimetri informasi yang mengasumsikan manajer dan investor bersikap rasional, yang berarti bahwa perusahaan cenderung menerbitkan saham secara langsung setelah keluarnya informasi mengenai nilai saham perusahaan dan investor cenderung membeli saham secara langsung setelah keluarnya informasi mengenai nilai saham perusahaan. Versi kedua melibatkan para investor atau manajer yang tidak rasional dan persepsi *mispicing*, artinya para manajer akan menerbitkan *equity* saat mereka yakin bahwa *cost of equity* relatif rendah dan membeli kembali *equity* saat *cost of equity* relatif tinggi. Penelitian ini ingin menguji versi kedua dari *equity market timing*, yaitu para manajer akan menerbitkan *equity* saat mereka yakin bahwa *cost of equity* relatif rendah dan membeli kembali *equity* saat *cost of equity* relatif tinggi.

Sawitri dan Suhari (2009) menyatakan pasar IPO (*Initial Public Offering*) merupakan suatu indikasi dalam menganalisa *market timing* dengan beberapa alasan diantaranya, 1) melakukan *go public* merupakan peristiwa finansial yang paling penting dalam perusahaan publik; 2) investor menghadapi ketidakpastian dan ketidaksesuaian informasi (*asymmetric information*); 3) *timing* lebih bisa dibuktikan pada pasar IPO karena umumnya memberikan *abnormal return* yang positif dan terdapat aktivitas penerbitan saham.

Berdasarkan penelitian terdahulu oleh Karmila dan Musnadi (2019) tentang pengaruh *market timing* terhadap *leverage* pada perusahaan non-keuangan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia 2009-2017, memiliki hasil bahwa *market timing* berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat perubahan *leverage*. Miswanto (2013) meneliti mengenai pengaruh *market timing* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur Indonesia yang IPO tahun 2000-2008, dalam penelitian ini diketahui hasil bahwa *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dan *market timing* berpengaruh secara *persistence* terhadap struktur modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Hildanengsih (2004) memiliki hasil yang berbeda, penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia dalam melakukan pendanaannya tidak mengikuti filosofi teori *market timing* dan perusahaan sama sekali tidak memperdulikan *market-to-book* yang bernilai lebih (*over valued*) untuk menerbitkan saham baru. Fahima, dkk (2016) meneliti mengenai pengaruh

Equity *Market Timing* dan Struktur modal, penelitian ini menunjukkan hasil bahwa *Market Timing* berpengaruh negatif secara tidak *persistence* terhadap struktur modal.

Penelitian mengenai *Market Timing*, terhadap Struktur Modal di Indonesia masih cukup sedikit dilakukan, kedua variabel tersebut jarang sekali diteliti hal ini dikarenakan teori *market timing* masih sangat baru dibandingkan teori keuangan lainnya. Berdasarkan hal tersebut dan hasil-hasil penelitian sebelumnya, peneliti tertarik untuk meneliti “**Pengaruh *Market Timing* Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Non–Keuangan Yang Melakukan IPO (*Initial Public Offering*) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2017**”

## **B. Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah *Market Timing* berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Melakukan IPO (*Initial Public Offering*) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2017?
2. Apakah *Market Timing* memiliki pengaruh jangka panjang (*persistence*) terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Melakukan IPO (*Initial Public Offering*) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2017?

## **C. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan uraian rumusan masalah diatas, maka tujuan yang ingin dicapai penulis pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui dan menguji pengaruh *Market Timing* (*Market To Book Ratio*) terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Melakukan IPO (*Initial Public Offering*) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2017.
2. Untuk mengetahui dan menguji pengaruh *Market Timing* yang memiliki pengaruh jangka panjang (*persistence*) terhadap Struktur Modal pada

Perusahaan Non-Keuangan Yang Melakukan IPO (*Initial Public Offering*) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2017.

#### **D. Manfaat Penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

##### 1. Manfaat Teoritis

Berdasarkan aspek teoritis, diharapkan penelitian ini dapat menambah pengetahuan dan wawasan dalam bidang manajemen keuangan khususnya mengenai *Market Timing* terhadap Struktur Modal.

##### 2. Manfaat Praktis

###### a. Bagi Peneliti

Sebagai upaya untuk mendapatkan pengalaman dalam menulis karya ilmiah dan memperdalam pengetahuan terutama dalam bidang yang dikaji.

###### b. Bagi Perusahaan dan Emiten

Penelitian ini dapat memberikan informasi untuk mengetahui pengaruh dari *market timing* terhadap struktur modal

###### c. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan literatur dan pertimbangan pada penelitian yang akan datang.

## **II. TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS**

### **A. Tinjauan Pustaka**

#### **1. Struktur Modal**

Struktur modal merupakan penentuan proporsi atau perbandingan pemenuhan kebutuhan pembelanjaan perusahaan dengan cara memilih menggunakan utang, ekuitas atau dengan menerbitkan saham, tujuan dari kebijakan struktur modal adalah memperoleh kombinasi sumber dana yang tepat sehingga meminimalkan biaya modal dan mencapai struktur modal yang optimal (Brigham dan Gapensky, 1996 dalam Karmila dan Musnadi 2019).

Menurut Brigham dan Houston, (2011) Struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Sedangkan menurut Fakhruddin (2006) struktur modal merupakan perbandingan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa.

Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham (Yulaichah, 2017). 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. Sedangkan menurut Brealey, Myers dan Marcus (2011) struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2011) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal: pertama adalah stabilitas penjualan, perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan

menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Kedua adalah struktur aktiva, perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Faktor ketiga yang mempengaruhi struktur modal adalah *leverage* operasi, dalam hal ini, perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena memiliki resiko bisnis yang lebih kecil. Faktor keempat adalah tingkat pertumbuhan, perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Namun, pada saat yang sama perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan utang.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah penggunaan dana yang berasal dari internal perusahaan yaitu modal sendiri dan penggunaan dana yang berasal dari eksternal perusahaan yaitu utang jangka panjang dan penerbitan saham.

Baum, *et al* (2013) menyatakan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan struktur modal diantaranya yaitu teori *pecking order* dan teori *trade-off*.

#### **a) Teori *Pecking Order*.**

Teori *pecking order* dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984), teori ini menjelaskan dalam kebijakan struktur modal perusahaan terlebih dahulu menggunakan dana internal untuk membiayai kegiatan investasinya dengan menggunakan laba ditahan yang dimiliki perusahaan. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal yang dimulai dari utang hingga penerbitan saham. Dalam kenyataannya, terdapat perusahaan-perusahaan dalam menggunakan dana kegiatan investasinya tidak sesuai urutan (hierarki). Teori *pecking order* hanya fokus pada urutan pendanaan perusahaan dan tidak mampu menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan, biaya emisi sekuritas dapat mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menentukan besarnya utang yang akan digunakan oleh perusahaan (Arifin, 2005)

**b) Teori *Trade-Off*.**

Myers, (2001) menyatakan hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat utang yang optimal. Struktur modal yang optimal akan dicapai apabila perusahaan mampu menyeimbangkan antara penghematan pajak (*tax shield*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Teori *trade-off* merupakan model yang sangat konsisten dalam upaya mencari struktur modal optimal agar nilai perusahaan dapat dimaksimumkan, namun, teori ini tidak mampu menjelaskan beberapa temuan penting dari pola struktur modal di perusahaan seperti penelitian Donaldson (1961) yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan profitabilitasnya tinggi cenderung utangnya rendah. Temuan ini bertentangan dengan prediksi teori *trade-off* yang memprediksi perusahaan akan memilih utang sebagai sumber dana asalkan manfaat dari tambahan utang masih lebih besar dibandingkan dengan tingkat kerugian (Arifin, 2005).

**2. *Market Timing Theory* (Teori Market Timing)**

Teori *market timing* merupakan sebuah teori yang dikemukakan oleh Baker and Wurgler (2002) yang menyatakan bahwa “*Market Timing refers to the practice of issuing shares at high price and repurchasing at low price*” atau *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, harga saham dalam teori ini di ukur dengan menggunakan *market to book ratio*.

Teori ini menjelaskan, struktur modal merupakan hasil kumulatif upaya perusahaan di masa lalu dalam menentukan waktu (*timing*) memasuki pasar. Berdasarkan teori ini perusahaan akan menerbitkan saham baru sebagai pengganti utang apabila nilai pasar tinggi dan akan membeli kembali saham (*repurchase stock*) atau menerbitkan utang apabila nilai pasar rendah. Tindakan perusahaan melakukan praktik *market timing* bertujuan untuk memperoleh dana dengan biaya modal yang murah sehingga diharapkan dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan mencapai struktur modal yang optimal.

Menurut *Russel and 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.

Salah satu praktik *market timing* adalah memanfaatkan *mispricing* saham di pasar modal (Saad dan Siagian, 2011). *Mispricing* didefinisikan sebagai suatu kondisi di mana harga saham dinilai terlalu tinggi (*overvalued*) atau terlalu rendah (*undervalued*) dari nilai wajarnya. *Mispricing* terjadi diakibatkan para investor tidak terdiri dari orang-orang yang rasional dan juga tidak emosional.

Menurut Santosa (2010) fenomena *mispricing* ditandai dengan adanya pembalikan harga (*price reversal*). *Price reversal* merupakan perubahan harga saham karena investor melakukan kesalahan dalam menetapkan harga saham (*mispricing*). *Price reversal* terjadi ketika harga saham bergerak secara eksekutif menjauhi nilai intrinsiknya, saham yang telah mengalami kenaikan atau penurunan harga akan terus mengalami kenaikan atau penurunan harga walaupun tidak ada informasi baru yang berkaitan dengan fundamental perusahaan. Hal tersebut akan berhenti dan diikuti pembalikan akibat koreksi harga oleh para investor.

Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa, harga saham yang tinggi akan menyebabkan biaya modal saham perusahaan semakin rendah, dan sebaliknya ketika harga saham rendah maka semakin besar biaya modal saham perusahaan, sehingga dapat dikatakan tujuan perusahaan melakukan *market timing* adalah untuk memanfaatkan fluktuasi temporer biaya saham yang relatif lebih murah.

Baker dan Wurgler (2002) pertama kali meneliti mengenai implikasi jangka panjang *market timing* pada keputusan struktur modal, dengan menggunakan variabel kontrol *asset tangibility*, *profitability*, dan *firm size*. Pengaruh persisten tersebut dimaksudkan bahwa kejadian-kejadian menerbitkan saham ketika nilai pasar saham tinggi pada beberapa tahun yang lalu mempengaruhi struktur modal saat ini. Baker dan Wurgler meneliti kecenderungan manajer untuk melakukan *time the equity markets* dengan menggunakan *market-to-book ratio* (M/B) dan

*historical market-to-book ratio (external finance weighted average market-to-book ratio, EFWAMB)* sebagai ukuran dari *market timing*. Hasil penelitiannya adalah *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal dan fluktuasi harga pasar memiliki pengaruh yang besar pada struktur modal setidaknya selama satu dekade.

Baker & Wurgler (2002) membangun suatu model variabel yaitu *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB) untuk memperbaiki ukuran *equity market timing* dan untuk melihat pengaruh dari *market timing* secara *persistence*. Variabel ini adalah rata-rata tertimbang *market-to-book ratio* dan ekuitas atau utang (*external finance*) suatu perusahaan di masa lampau. Variabel ini digunakan oleh Baker & Wurgler untuk melihat usaha dari suatu perusahaan dalam melakukan *equity market timing*. Seperti yang diungkapkan Baker & Wurgler (2002) dalam Sulistyowati (2015) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan modal eksternal ketika harga sahamnya relatif tinggi lebih mungkin untuk menurunkan *leverage*, hal tersebut menunjukkan bahwa manajer mengambil keuntungan jangka pendek dari harga saham yang *overvalued* untuk membiayai kebutuhan modal dengan menerbitkan saham.

### **3. Profitabilitas**

Profitabilitas adalah analisa atau cara untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh laba atau keuntungan dengan suatu ukuran atau rasio, dan untuk mengetahui sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan laba atau keuntungan.

Menurut Karmila dan Musnadi (2019), profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset (kekayaan) yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut. Pengukuran profitabilitas dapat menggunakan beberapa indikator seperti laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik (Pratiwi, 2019).

### **4. Ukuran Perusahaan (Size)**

Menurut Riyanto (2010) dalam Karmila dan Musnadi (2019) Ukuran Perusahaan adalah tolak ukur besar kecilnya perusahaan dengan melihat besarnya nilai *equity*,

nilai penjualan atau nilai *total asset* yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan (*size*) menunjukkan besar atau kecilnya kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan dan sebaliknya (Fahima, dkk 2016).

Menurut Pratiwi, (2019) ukuran perusahaan sering digunakan sebagai indikator kemungkinan terjadinya kebangkrutan suatu perusahaan. Perusahaan dengan ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. Hal ini dikarenakan mempermudah perusahaan dengan ukuran lebih besar untuk memperoleh pinjaman atau dana eksternal.

### **5. Asset Tangibility**

*Asset Tangibility* adalah ukuran kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Menurut Sulistyowati (2015) perusahaan yang semakin besar aktiva tetapnya akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan utang, sehingga *asset tangibility* dapat dinyatakan sebagai perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Sedangkan Baker dan Wurgler (2002) mendefinisikan *asset tangibility* sebagai perbandingan antara *net plant, property*, dan *equipment* dengan *total asset*.

Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa *asset tangibility* adalah perbandingan aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan, sehingga rasio *asset tangibility* yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang besar untuk memberikan jaminan kepada kreditur.

### **6. Growth**

*Growth* atau pertumbuhan perusahaan adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa yang akan datang. Definisi lain peluang pertumbuhan adalah perubahan total aktiva yang dimiliki perusahaan (Kartini & Arianto, 2008). Besaran ini mengukur sejauh mana laba per lembar saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*.

Perusahaan-perusahaan yang memprediksi akan mengalami pertumbuhan tinggi di masa mendatang cenderung lebih memilih menggunakan saham untuk mendanai operasional perusahaan. Sebaliknya, apabila perusahaan memperkirakan akan mengalami pertumbuhan yang rendah, mereka akan berupaya membagi risiko pertumbuhan rendah dengan para kreditur melalui penerbitan utang yang umumnya dalam bentuk utang jangka panjang (Mai, 2006). Salah satu alasan mendasar atas pola ini adalah biaya mengambang pada emisi saham biasa yang lebih tinggi dibanding pada surat berharga obligasi. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang dibanding dengan perusahaan dengan pertumbuhan lebih lambat.

## B. Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian terdahulu menggunakan variabel yang berbeda-beda dalam menganalisis pengaruh *market timing* terhadap struktur modal. Berikut ini adalah hasil penelitian terdahulu yang dijadikan sebagai rujukan dalam penelitian ini :

**Tabel 2 Penelitian Terdahulu**

No	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1	Baker and Wurgler (2002)	Variabel : -Struktur Modal -Market to Book Ratio - External finance weighted average of market to book ratio (EFWAMB).	Multiple Linear Regression	Market timing berpengaruh terhadap struktur modal dan secara persisten market timing berpengaruh terhadap struktur modal.
2	Celik and Akarim (2013)	Variabel : - Capital Structure - Market Timing	Regresi Cross Sectional	Market timing tidak berpengaruh terhadap jumlah ekuitas dan struktur modal pada perusahaan IPO di Turkey, sehingga disimpulkan bahwa teori Market Timing tidak valid untuk Turkey.

No	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian
3	Pratiwi, Ratih Perti (2019)	Variabel : - <i>Equity Market Timing</i> - Struktur Modal	Analisis Regresi Linier	<i>Equity Market Timing</i> memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur, dan secara persisten yakni 1 tahun setelah IPO <i>market timing</i> memiliki pengaruh terhadap struktur modal.
4	Karmila, Indah dan Musnaidi, Said (2019)	Variabel : - <i>Leverage</i> - <i>Market to Book Ratio</i> - <i>external finance weighted average of market to book ratio (EFWAMB)</i> .	<i>Ordinary Least Squares (OLS)</i>	<i>Market Timing</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>leverage</i> dan secara persisten <i>market timing</i> memiliki pengaruh terhadap <i>leverage</i> hingga waktu penelitian H+3.
5	Miswanto (2013)	Variabel : - Struktur Modal - <i>Market to Book Ratio</i> - <i>external finance weighted average of market to book ratio</i>	Analisis Regresi Linier	<i>Market timing</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal dan secara persisten <i>market timing</i> memiliki pengaruh terhadap struktur modal

Sumber : Jurnal dan Berbagai *Literature*

### C. Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran dibuat untuk melihat hubungan antara variabel melalui gambar. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *market timing*, sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal.

Menurut Brigham & Houston (2011) struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Struktur modal diukur dengan *book leverage* yaitu *book debt* dibagi dengan *total aset*. Struktur

modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham.

*Equity market timing* adalah teori yang diungkapkan oleh Baker dan Wurgler (2002), yang mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali *equity* pada saat *market value* rendah. Ketika *market value* tinggi (*overvalued*), maka perusahaan cenderung menerbitkan saham dibandingkan menerbitkan utang. Hal tersebut dilakukan karena pada saat nilai *market to book ratio* yang merupakan proksi dari *equity market timing* tinggi maka perusahaan akan mendapatkan hasil penjualan saham yang lebih tinggi dibandingkan ketika nilai *market to book ratio* rendah. Dengan hasil penjualan saham yang tinggi maka pemenuhan kebutuhan modal melalui utang yang dihitung dengan rasio *leverage* akan menurun. Berdasarkan uraian tersebut maka *equity market timing* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

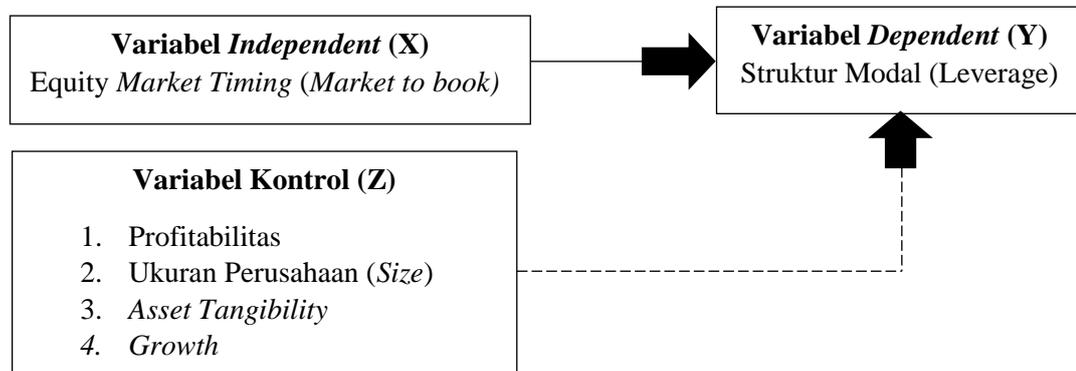
Salah satu praktik *market timing* adalah memanfaatkan *mispricing* saham di pasar modal (Saad dan Siagian, 2011). *Mispricing* didefinisikan sebagai suatu kondisi dimana harga saham dinilai terlalu tinggi (*overvalue*) atau terlalu rendah (*undervalue*) dari nilai wajarnya. *Mispricing* terjadi diakibatkan para investor tidak terdiri dari orang-orang yang rasional juga tidak emosional.

Adanya persisten pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan berevolusi sebagai hasil kumulatif dari upaya-upaya yang lalu untuk menyesuaikan dengan pasar ekuitas (Baker & Wurgler, 2002). Persisten *equity market timing* dengan *historical market value* yang diukur dengan *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB).

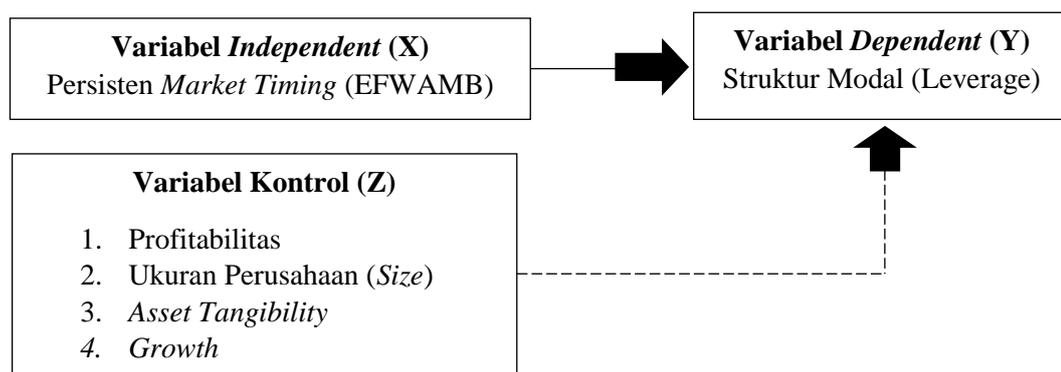
Dalam penelitian ini terdapat dua hipotesis penelitian, hipotesis 1 untuk menguji pengaruh *market timing* terhadap *leverage*, sedangkan hipotesis 2 untuk menguji *market timing* terhadap *leverage* dalam jangka panjang (*persistence*) dengan menganalisis pengaruh *market to book EFWAMB* terhadap *leverage* pada 3 tahun berikutnya setelah perusahaan melakukan IPO (IPO H+3).

Menurut Rajan dan Zingales (1995) dalam Karmila dan Musnadi (2019) terdapat variabel lain yang berhubungan dengan *leverage* yaitu *asset tangibility*, *profitability*, *growt* dan *size* perusahaan. Keempat variabel tersebut akan menjadi variabel kontrol dalam penelitian ini, sehingga pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Variabel ini dipilih karena peneliti ingin melihat pengaruhnya terhadap Struktur modal, dikarenakan terdapat perbedaan pengaruh yang dihasilkan terhadap struktur modal, sehingga dibentuk hipotesis penelitian. Berdasarkan tinjauan pustaka dan penelitian terdahulu dari penelitian ini, peneliti merumuskan bagan kerangka pemikiran sebagai berikut :



**Gambar 1. Kerangka Pemikiran Hipotesis Model Pertama**



**Gambar 2. Kerangka Pemikiran Hipotesis Model Kedua**

## D. Hipotesis

### 1. Pengaruh *Market Timing* Terhadap Struktur Modal Perusahaan.

*Market timing* atau diukur dengan *market to book ratio* adalah praktik perusahaan yang menerbitkan saham ketika harga saham sedang tinggi dan menarik kembali sahamnya ketika harga saham di pasar sedang rendah (Baker dan Wurgler, 2002)

Berdasarkan penelitian terdahulu oleh Baker dan Wurgler (2002) dengan judul *market timing and capital structure* menunjukkan bahwa *market to book ratio* berpengaruh negatif terhadap *leverage*, dengan demikian apabila *market to book ratio* tinggi artinya perusahaan sedang mengalami *overvalue*, sehingga perusahaan akan menambah modal dengan menerbitkan saham dan tingkat *leverage* akan menurun dan sebaliknya apabila *market to book ratio* rendah artinya perusahaan sedang mengalami *undervalue*, sehingga perusahaan akan membeli kembali saham yang beredar (*repurchase stock*) dan akan menaikkan tingkat *leverage* perusahaan. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi (2019), Karmila dan Musnaldi (2019), keduanya memiliki hasil yakni *market timing* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Berdasarkan penjelasan diatas maka peneliti menarik hipotesis sebagai berikut :

**H1 : *Market Timing* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal perusahaan.**

### 2. Pengaruh *Market Timing* secara persisten (jangka panjang) terhadap Struktur Modal perusahaan.

Pengaruh persistensi (jangka panjang) menunjukkan peristiwa penerbitan ekuitas ketika harga tinggi yang terjadi pada beberapa tahun lalu berpengaruh pada struktur modal saat ini (Miswanto 2013).

Adanya persistensi atau efek jangka panjang dari pengaruh *market timing* terhadap struktur modal perusahaan menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan berevolusi sebagai hasil kumulatif dari upaya-upaya yang lalu untuk menyesuaikan dengan pada pasar ekuitas (Pratiwi, 2019). Manajer melakukan penyesuaian dengan pasar ekuitas untuk memanfaatkan momentum fluktuasi temporer biaya saham yang relatif lebih murah, dengan perusahaan menerbitkan

*equity* pada biaya saham yang lebih murah tersebut diharapkan akan membantu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu manajer melakukan pengulangan momentum tersebut dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi (2019) dan Karmila dan Musnainin (2019), serta Miswanto (2013) dengan hasil yang menyatakan bahwa *market timing* secara persiten (jangka panjang) berpengaruh terhadap struktur modal.

Berdasarkan penjelasan diatas maka peneliti menarik hipotesis sebagai berikut :

**H2 : Terdapat pengaruh *persistence* (jangka panjang) *market timing* terhadap struktur modal perusahaan**

### III. METODOLOGI PENELITIAN

#### A. Jenis Penelitian dan Sumber Data.

Jenis penelitian yang dilakukan adalah studi empiris. Studi empiris dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari hasil observasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan maupun laporan non keuangan yang diperoleh dari Website perusahaan. Adapun sumber data penelitian ini diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), Website perusahaan, *search engine* seperti google dan yahoo, serta berbagai artikel, buku, dan beberapa penelitian terdahulu dari berbagai sumber.

#### B. Populasi dan Sampel

Populasi adalah kumpulan dari seluruh elemen sejenis tetapi dapat dibedakan satu sama lain karena karakteristiknya, perbedaan-perbedaan itu disebabkan karena adanya nilai karakteristik yang berlainan (Supranto, 2008). Peneliti menggunakan perusahaan yang melakukan *initial public offering (IPO)* pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode tahun 2010-2017 sebagai populasi dalam penelitian ini, yaitu sebanyak 190 perusahaan. Peneliti dalam penelitian ini tidak menggunakan data *up to date* yakni data terbaru pada tahun penelitian, hal ini disebabkan dalam penelitian ini untuk mengetahui pengaruh *market timing* secara persisten (jangka panjang) terhadap struktur modal menggunakan rumus *external finance weighted average market to book ratio* yang diukur dengan menggunakan data  $t+3$  tahun setelah perusahaan melakukan *initial public offering (IPO)*, oleh sebab itu peneliti menggunakan data 3 tahun sebelum tahun penelitian dilakukan.

Sampel adalah sebagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Supranto, 2008). Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan

dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel atas dasar kesesuaian karakteristik dan kriteria tertentu.

Kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2017.
2. Perusahaan Non-Keuangan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI)
3. Perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan mempublikasikan *annual report* dalam satuan rupiah pada tahun penelitian. Alasannya adalah karena mata uang asing memiliki sifat yang mudah berubah-ubah dalam waktu tertentu atau kurs terhadap rupiah mudah berubah dan untuk mempermudah peneliti, sehingga dalam penelitian ini peneliti menggunakan *annual report* dalam mata uang rupiah.
4. Perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan memiliki kelengkapan data yaitu 1 tahun sebelum penelitian dan 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana (IPO). Alasannya adalah karena pada hipotesis ke dua dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh jangka panjang atau persisten *market timing* terhadap struktur modal, sehingga untuk mengetahui pengaruh jangka panjang *market timing*, menggunakan *external finance weighted average market to book ratio* yang diukur dengan menggunakan data *pre timing* dan h+3 tahun *timing* (*pre IPO* dan h+3 tahun IPO).

Berdasarkan kriteria di atas didapatkan sampel sebanyak 102 perusahaan yang sesuai dengan penelitian. Tabel pemilihan data dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

**Tabel 3. Kriteria Pemilihan Sampel**

No	Kriteria Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2017.	190
2.	Perusahaan Keuangan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2017.	(20)

No	Kriteria Sampel	Jumlah
3.	Perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan mempublikasikan <i>annual report</i> dalam satuan mata uang asing pada tahun penelitian	(35)
4.	Perusahaan yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan tidak memiliki kelengkapan data yaitu 1 tahun sebelum penelitian dan 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana (IPO).	(33)
	<b>Jumlah</b>	<b>102</b>

**Sumber : Data diolah peneliti**

### C. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.

Variabel adalah suatu yang nilainya dapat berubah atau berbeda, nilai karakteristik suatu elemen merupakan nilai variabel yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan ditarik kesimpulan (Supranto, 2008). Penelitian ini menggunakan 3 variabel, yaitu variabel independen (variabel bebas), variabel dependen (variabel terikat) dan variabel kontrol. Adapun definisi dari masing-masing variabel tersebut adalah sebagai berikut :

#### 1. Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi karena adanya variabel bebas. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah Struktur Modal yang diwakili dengan huruf (Y).

Penelitian ini menggunakan struktur modal perusahaan menjadi variabel dependen yang diprosikan dengan *market leverage*. Menurut Setyawan (2011) penggunaan *market leverage* sebagai proksi struktur modal lebih mampu menjelaskan adanya pengaruh *market timing*.

Dengan mengacu pada Setyawan (2011) dalam Yuniawati (2015) *market leverage* diukur menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Market Leverage} = \frac{\text{Book Debt}}{\text{Total Assets} - \text{Book Equity} + \text{Market Equity}}$$

## 2. Variabel Bebas (*Independent Variabel*)

Variabel bebas adalah variabel yang diduga mempengaruhi variabel terikat. Variabel bebas dalam penelitian ini adalah *Market Timing* yang diwakili dengan huruf (X).

Pada penelitian ini peneliti ingin mengetahui pengaruh *market timing* terhadap leverage dan pengaruh *market timing* secara persisten (jangka panjang) terhadap leverage, sehingga variabel bebas dalam penelitian ini yaitu *market timing* menggunakan 2 proksi untuk mengukur *market timing* dan *market timing* secara persisten.

- a) Untuk menguji hipotesis pertama variabel independen (*market timing*) dalam penelitian ini menggunakan proksi *market to book ratio* (M/B) (Pratiwi, 2019). *Market to book ratio* umumnya lebih besar dari 1, artinya investor membayar saham lebih besar daripada nilai bukunya. Dengan mengacu pada Bredeea (2012) dalam Pratiwi (2019) *Market to book ratio* diformulasikan sebagai berikut :

$$\frac{M/B}{Total Assets} = \frac{Total Assets - Book Equity + Market Equity}{Total Assets}$$

- b) Untuk menguji hipotesis kedua variabel independen (*market timing*) dalam penelitian ini menggunakan proksi *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB) (Pratiwi, 2019). Menurut Baker and Wurgler (2002) *external finance weighted average market to book ratio* adalah rata-rata tertimbang dari rasio *market to book* historis perusahaan. Variabel ini digunakan untuk melihat usaha dari suatu perusahaan dalam melakukan *market timing* dan efek jangka panjang (persisten) dari *market timing* tersebut Karmila dan Musnadi (2019). Dengan mengacu pada Baker & Wurgler (2002) *external finance weighted average market to book ratio* diukur menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$M/B_{efwa} = \sum_{s=0}^{t-1} \frac{e_s + d_s}{\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r} \cdot \left(\frac{M}{B}\right)_s$$

Keterangan :

- e = *Net equity issue* periode sekarang  
 d = *Net debt issue* periode sekarang  
 r;s;t = Waktu, r dan s=0 : waktu IPO dan t-1 : sebelum IPO  
 M/B = *Market to Book ratio*

### 3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang dapat dikendalikan sehingga pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti. Menurut Rajan dan Zingales (1995) dalam Karmila dan Musnadi (2019) terdapat variabel lain yang berhubungan dengan *leverage* yaitu *asset tangibility*, *profitability*, *growth* dan *size* perusahaan. Keempat variabel tersebut akan menjadi variabel kontrol dalam penelitian ini, sehingga pengaruh dari variabel bebas (*market timing*) terhadap variabel terikat (struktur modal) tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

a) Profitabilitas

Profitabilitas adalah analisa atau cara untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh laba atau keuntungan dengan suatu ukuran atau rasio, dan untuk mengetahui sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan laba atau keuntungan. Menurut Pratiwi, (2019) semakin tinggi rasio ini berarti semakin efektif dan efisien pengelolaan seluruh aktiva yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak, dengan demikian semakin kecil penggunaan utang untuk membiayai kebutuhan pendanaan. Dalam penelitian ini profitabilitas diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut (Pratiwi, 2019) :

$$Prof = \frac{EBIT}{Total\ assets}$$

b) Ukuran Perusahaan (*Size*)

Menurut Riyanto (2010) dalam Karmila & Musnadi (2019) Ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan yang dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai penjualan atau nilai aktiva, pada penelitian ini ukuran perusahaan diukur menggunakan proksi penjualan (*sales*), ukuran perusahaan dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$Size = \log(Sales)$$

c) *Asset Tangibility*

*Asset tangibility* merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Menurut Pratiwi (2019) perusahaan yang memiliki rasio *asset tangibility* yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang besar untuk memberikan jaminan pada kreditur, sehingga *leverage* perusahaan akan semakin tinggi. Dalam penelitian ini *Asset Tangibility* mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Karmila dan Musnadi (2019) dengan persamaan sebagai berikut :

$$Tangibility = \frac{Fixed\ Assets}{Total\ Assets}$$

d) *Growth* (Pertumbuhan Perusahaan)

*Growth* disebut juga kesempatan suatu perusahaan untuk tumbuh dimasa yang akan datang (Brigham & Houston, 2011). *Growth* diukur dengan membandingkan antara harga per lembar saham dengan *earning per share*, dalam penelitian ini *Growth* mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi (2019) dengan persamaan sebagai berikut :

$$Growth = \frac{Harga\ per\ lembar\ saham}{Earning\ per\ share}$$

#### D. Teknik Analisis Data

Dalam penelitian kuantitatif, teknik analisis data digunakan untuk menjawab rumusan masalah atau menguji hipotesis yang telah dirumuskan dalam proposal (Sugiyono, 2017). Teknik analisis data dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

## 1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi (Sugiyono, 2017). Gambaran atau deskripsi suatu data dapat dilihat dari rata-rata, standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum.

## 2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan analisis regresi, perlu dilakukan pengujian asumsi klasik sebelumnya. Hal ini dilakukan agar memperoleh model regresi dengan estimasi yang tidak bias dan pengujian dapat dipercaya (Sugiyono, 2017).

### a. Uji Normalitas Data

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2013). Untuk melihat normalitas residual tersebut dapat digunakan uji statistik *Jarque Bera*. Uji ini membandingkan nilai *Jarque Bera* dengan nilai *chi-square* tabel, pengambilan keputusan dilakukan apabila nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih kecil dari nilai signifikansi yang ditentukan ( $\alpha=0,05$ ) maka data tidak berdistribusi normal, sedangkan apabila nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih besar dari nilai signifikansi yang ditentukan ( $\alpha=0,05$ ) maka data berdistribusi normal (Sugiyono, 2017).

### b. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik seharusnya tidak ada korelasi antar variabel bebasnya. Untuk mengetahui adanya multikolinieritas atau tidak dalam model regresi dilakukan dengan menganalisis korelasi antar variabel dan perhitungan nilai toleransi, jika nilai *correlation*  $< 0,9$  maka disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas dalam data yang diteliti (Sugiyono, 2017).

### c. Uji Autokorelasi

Autokorelasi merupakan hubungan yang terjadi antara residual dari pengamatan satu dengan pengamatan yang lain. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi autokorelasi (Ghozali, 2013). Metode pengujian autokorelasi menggunakan uji *Durbin-Watson* dengan ketentuan:

- $0 < d < dl$                       Tidak ada autokorelasi positif
- $dl = d = du$                       Tidak ada autokorelasi positif
- $4 - dl < d < 4$                       Tidak ada korelasi negatif
- $4 - du = d = 4 - dl$                 Tidak ada korelasi negatif
- $Dl < d < du$  atau  $(4 - du)$  Tidak dapat disimpulkan

### d. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamat ke pengamat yang lain (Ghozali, 2013). Untuk menguji model apakah terdapat heterokedastisitas dapat menggunakan *White Test*. *White Test* dilakukan dengan melihat nilai  $Obs \cdot R\text{-squared}$ . Data yang terkena heteroskedastisitas yaitu jika semua variabel independen memiliki nilai  $Obs \cdot R\text{-squared}$  atau probabilitas *Chi-Square*  $< \alpha$  ( $\alpha = 0,05$ ).

## 3. Uji Regresi Data Panel

Sugiyono (2017) menyatakan bahwa teknik analisis regresi data panel tepat digunakan jika data penelitian bersifat panel. Terdapat tiga uji untuk memilih teknik estimasi data panel yaitu uji *chow* (uji statistik F), uji *Hausman*, uji *Lagrange Multiplier*.

### a. Uji Chow

Uji *Chow* adalah pengujian untuk menentukan model *fixed effect* atau *common effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Pengambilan keputusan dilakukan jika :

- 1) Nilai probabilitas  $F <$  batas kritis, maka tolak  $H_0$  atau memilih *fixed effect* daripada *common effect*.
- 2) Nilai probabilitas  $F >$  batas kritis, maka terima  $H_0$  atau memilih *common effect* daripada *fixed effect*.

### b. Uji *Hausman*

Uji Hausman adalah pengujian statistik untuk memilih apakah *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan. Pengambilan keputusan dilakukan jika:

- 1) Nilai *chi squares* hitung  $>$  *chi squares* tabel atau nilai probabilitas *chi squares*  $<$  taraf signifikansi, maka tolak  $H_0$  atau memilih *random effect* dari pada *random effect*.
- 2) Nilai *chi squares* hitung  $<$  *chi squares* tabel atau nilai probabilitas *chi squares*  $>$  taraf signifikansi, maka tidak menolak  $H_0$  atau memilih *random effect* dari pada *fixed effect*.

### c. Uji *Lagrange Multiplier (LM)*

Uji *Lagrange Multiplier* adalah uji untuk mengetahui apakah model *random effect* lebih baik daripada metode *common effect* (OLS). Pengambilan keputusan dilakukan jika :

- 1) Nilai *p value*  $<$  batas kritis, maka tolak  $H_0$  atau memilih *random effect* dari pada *common effect*.
- 2) Nilai *p value*  $>$  batas kritis, maka terima  $H_0$  atau memilih *common effect* dari pada *random effect*.

## 4. Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh antara variabel dependen (Struktur Modal) dengan variabel independen (*Market Timing*) dan menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen, dalam penelitian ini diukur menggunakan bantuan *software* Eviews 10.

Pada penelitian ini peneliti menggunakan 2 model penelitian, dengan acuan jurnal penelitian Karmila dan Musnadi (2019), model 1 digunakan untuk melihat pengaruh *market timing* terhadap struktur modal, sedangkan model 2 digunakan untuk melihat pengaruh persistensi (jangka panjang) *market timing* terhadap struktur modal.

Peneliti menggunakan 2 model penelitian dikarenakan dalam penelitian yang dilakukan, peneliti ingin mengetahui pengaruh *market timing* terhadap struktur modal dan untuk mengetahui pengaruh jangka panjang dari *market timing* terhadap struktur modal. Adapun untuk mengetahui 2 model penelitian ini menggunakan rumus dan periode penelitian yang berbeda, dimana untuk mengetahui *market timing* terhadap struktur modal menggunakan periode penelitian pada saat IPO perusahaan sedangkan untuk mengetahui pengaruh jangka panjang *market timing* terhadap struktur modal menggunakan periode H+3 tahun setelah IPO, sehingga model regresi yang digunakan berbeda.

Hipotesis pertama dalam penelitian ini mengenai pengaruh *market timing* terhadap struktur modal perusahaan diformulasikan sebagai berikut :

$$LEV = \alpha + \beta_1 M/B + \beta_2 Prof + \beta_3 Size + \beta_4 Tang + \beta_5 Growth + e$$

Sedangkan untuk menguji hipotesis kedua mengenai persistensi *market timing* terhadap struktur modal perusahaan model penelitian yang digunakan adalah model Baker dan Wurgler (2002) :

$$LEV = \alpha + \beta_1 M/B_{efwa} + \beta_2 Prof + \beta_3 Size + \beta_4 Tang + \beta_5 Growth + e$$

Keterangan:

LEV = *Leverage*

$\alpha$  = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  = Koefisien Regresi

*M/B* = *Market to book ratio*

*M/B<sub>efwa</sub>* = *External Finance Weighted Average Market to Book Ratio*

*Prof* = *Profitabilitas*

*Size* = *Ukuran Perusahaan*

*Tang* = *Asset Tangibility*

*Growth* = *Pertumbuhan Perusahaan*

$\epsilon$  = *Error Term*, yaitu tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

## 5. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis bertujuan untuk menentukan apakah jawaban teoritis yang terkandung dalam pernyataan hipotesis didukung oleh fakta yang dikumpulkan dan dianalisis dalam proses pengujian data (Ghozali, 2013). Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menafsir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of Fit*.

Secara statistik, nilai *Goodness of Fit* dapat diukur dari nilai koefisien determinasi, nilai statistik F dan nilai statistik t. Perhitungan statistik dinyatakan signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana  $H_0$  ditolak). Sebaliknya disebut tidak signifikan apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah dimana  $H_0$  diterima (Ghozali, 2013).

a. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t digunakan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Ghozali, 2013). Untuk mengetahui signifikan atau tidak, angka t hitung dibandingkan dengan t tabel. Kriteria pengujian dengan menggunakan nilai signifikansi 5% adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai t hitung  $<$  t tabel dan nilai signifikansi  $>$  0,05 maka  $H_0$  diterima.
2. Jika nilai t hitung  $>$  t tabel dan nilai signifikansi  $<$  0,05 maka  $H_0$  ditolak.

b. Uji F

Uji F bertujuan untuk menguji model regresi apakah variabel independen dapat digunakan untuk menjelaskan dan memprediksi variabel dependennya.

c. Koefisien Determinasi (Uji  $R^2$ )

Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) bertujuan untuk menguji tingkat keeratan atau keterikatan antara variabel dependen dan variabel independen yang bias dilihat dari besarnya nilai koefisien determinan (*adjusted R-square*). Nilai *R-square* yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu artinya variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan dalam memprediksi variabel dependen (Ghozali, 2013).

## V. SIMPULAN DAN SARAN

### A. Simpulan

Berdasarkan hasil dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka simpulan yang dihasilkan adalah sebagai berikut :

1. Hipotesis pertama (H1) diperoleh hasil yang menyatakan bahwa *market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dengan demikian, hipotesis pertama dalam penelitian ini yang menyatakan “*market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal” **diterima**.

Hasil penelitian ini mendukung *market timing theory* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung melakukan penerbitan saham ketika nilai pasar sedang tinggi dan membeli kembali ketika nilai pasar sedang rendah. Berdasarkan teori tersebut *market timing* memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal yang dalam penelitian ini diproksikan sebagai leverage, semakin meningkatnya rasio *market timing* maka akan menurunkan tingkat leverage perusahaan.

2. Hipotesis kedua (H2) diperoleh hasil yang menyatakan bahwa persistensi *market timing* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Dengan demikian hipotesis kedua dalam penelitian ini yang menyatakan “Terdapat pengaruh persistensi (jangka panjang) *market timing* terhadap struktur modal” **ditolak**.

Hasil penelitian ini tidak mendukung *market timing theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan cenderung melakukan penerbitan saham ketika nilai pasar sedang tinggi dan membeli kembali ketika nilai pasar sedang rendah. Berdasarkan teori tersebut persistensi *market timing* memiliki pengaruh terhadap struktur modal yang dalam penelitian ini diproksikan sebagai leverage, namun penelitian ini membuktikan bahwa *market timing* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan non-keuangan yang melakukan IPO periode 2010-2017.

## **B. Saran**

Berdasarkan dari hasil simpulan yang diperoleh maka penulis ingin memberikan saran bagi pihak-pihak yang berkepentingan yaitu sebagai berikut:

### 1. Bagi Perusahaan

Perusahaan dapat mempertimbangkan melakukan praktik *market timing* dalam penentuan struktur modal dan memperhatikan indikator waktu (*timing*) ketika mengambil keputusan pendanaan terutama pendanaan eksternal.

### 2. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini menggunakan model teori *market timing* yang dikemukakan oleh Baker dan Wurgler (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*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Baker, M. dan Wurgler, J. 2002. "Market Timing and Capital Structure." *Journal of Finance*, 57, 1-32.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Marcus, A.J. 2011. "*Principles of Corporate Finance*". McGraw-Hill : New York.
- Brigham, E. F., & Houston, J.F. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesebelas, Buku Kedua. Jakarta : Salemba Empat.
- Celik, Sibel, dan Akarim., Yasemin Deniz. 2013. "Does Market Timing Drive Capital Structure? Empirical Evidence from an Emerging Market" *International Journal of Economics and Financial Issues*, Volume 3 No. 1.
- Fahima, N., Soeharto, S.M., & Sulistyowati, C. 2016. "Equity Market Timing dan Struktur Modal". *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*. Universitas Airlangga. Surabaya.
- Fakhrudin, H.M. 2006. *Pasar Modal di Indonesia* Edisi 2. Jakarta: Prenada Media.
- Gumanti, T.A. 2005. "Value Relevance of Accounting Information and The Pricing of Indonesian Initial Public Offering. The Indonesian" *Journal of Accounting Research*, Universitas Bhayangkara. Jakarta.
- Ghozali, Imam. 2013. *SPSS. Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Undip: Semarang.
- Hartono, J. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 2*. Yogyakarta: BPFE.
- Hildanengsih, S. 2004. "Pengaruh Market Timing terhadap Struktur Modal". *Jurnal Program Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Kartini, & Arianto, T. 2008. "Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. Jurnal Keuangan dan Perbankan" *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Universitas Merdeka, Malang.
- Karmila, Indah & Musnadi, Said. 2019. "Pengaruh Market Timing Terhadap Leverage Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Melakukan Initial Public Offering (IPO) Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*. Universitas Syiah Kuala Bandar Aceh
- Mai, M.U. 2006. "Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Ekonomika*. Politeknik Negeri Bandung. Bandung.

- Miswanto. 2013 “Market Timing dan Pengaruhnya terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia yang IPO tahun 2000-2008.” *Jurnal Siasat Bisnis*. STIE YKPN. Yogyakarta.
- Myers, C. Stewart. 2001. Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Volume 15. No. 2.
- Pratiwi, Ratri Putri. 2019. “Analisis Pengaruh Equity Market Timing Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Yang Melakukan Penawaran Perdana di Bursa Efek Indonesia” *Jurnal Ekonomi*. Universitas Negeri Yogyakarta. Yogyakarta.
- Rajan, R., & Zingales, L. 1995. “What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence for International Data”. *Journal of Finance*. University of Chicago. Chicago.
- Russel, P.S. & Hung, K. 2008. “Does Market Timing Affect Capital Structure?: Evidence for Chinese Firms”. *Journal Working Paper*. University Of Manitoba. Kanada.
- Saad, Meiyenne D. Permata dan Siagian, Helson. 2011. “Sentimen Investor, Kendala Keuangan, dan Equity Market timing”. *Financial and Banking Journal*. Universitas Indonesia. Depok.
- Santosa, Perdana Wahyu. 2010. “Probabilitas Price Reversal dan Aktifitas Intraday Trading pada Tick Size Tertinggi di BEI” . *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Perbanas Institute Jakarta. Jakarta.
- Sawitri, Nandhita Ayu dan Endang Suhari. 2009. “Analisis Market Timing dan Struktur Modal”. *Jurnal Bisnis & Manajemen*, Universitas Sebelas Maret. Surakarta.
- Septia, A.W. (2015). “Pengaruh Profitabilitas, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Ekonomi*. Universitas Negeri Yogyakarta, Yogyakarta.
- Setyawan, I.R. 2011. “An Empirical Study on Market Timing Theory of Capital Structure”. *International Research Journal of Business Studies*. Universitas Tarumanegara. Jakarta
- Sugiyono. 2017. *Metode Penelitian Kuantitatif, dan Kualitatif*. Bandung Alfabeta
- Supranto, J. 2008. *Statistika Teori dan Aplikasi*. Edisi Ketuju. Jakarta. Erlangga.
- Sulistiyowati, C. 2015. “Equity Market Timing dan Struktur Modal pada Perusahaan Keluarga di Indonesia”. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia*. Universitas Airlangga. Surabaya.
- Yulaichah. 2017. “Analisis Pengaruh Market Timing terhadap Struktur Modal. Perusahaan Non Keuangan yang Melakukan IPO di BEI Periode 2008-2012” *Jurnal Manajemen dan Keuangan*. Universitas Negeri Semarang. Semarang

Yuniawati, Wulan. 2015. "Market Timing Theory dalam Penentuan Struktur Modal: Studi Kasus pada Perusahaan IPO". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Universitas Padjadjaran, Bandung.

----- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

(Diakses Pada Bulan Agustus 2021)

----- [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

(Diakses Pada Bulan Agustus 2021)