

Sketsa Bisnis Volume (7) No (1) (2020) pp (45-55)



SKETSA BISNIS

Naskah Diterima : 30 Juni 2020
Diterima Publikasi : 20 Agustus 2020

Journal Homepage
<https://jurnal.yudharta.ac.id/v2/index.php/SKETSABISNIS>



Analisis Equity Market Timing dan Struktur Modal

(Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2018)

Rahmat Setiawan^{1*}, Acchedya Anugrahani²

^{1,2}, Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia

Abstract

This study aims to examine the effect of *equity market timing* in determining the company's capital structure decisions. The sample used was Indonesian manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2013-2018 period. This study uses independent variables namely *market to book ratio* and *External finance weighted average market to book ratio* (EFWAMTB), the dependent variable used is *market leverage*, and the control variables used are profitability, tangibility, and size. This study uses panel data regression. The results of this study indicate that the MTB ratio and EFWAMTB have a significant negative effect on *market leverage*. So it can be said that Indonesian manufacturing companies apply the *equity market timing* theory in determining capital structure decisions. The profitability and firm size control variables give significant negative and the tangibility variable shows significant positive results on the company's *market leverage*.

Keywords: *equity market timing, market to book ratio, market to book ratio dan External finance weighted average market to book ratio (EFWAMTB), ROA, tangibility, size and market leverage.*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *equity market timing* dalam menentukan keputusan struktur modal perusahaan. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2018. Studi ini menggunakan variabel independen yaitu *market to book ratio* dan *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMTB), variabel dependen yang digunakan yaitu *market leverage* dan variabel kontrol yang digunakan adalah profitabilitas, tangibilitas dan *size*. Studi ini menggunakan regresi data panel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa MTB dan EFWAMTB berpengaruh negatif signifikan terhadap *market leverage*. Sehingga dapat dikatakan perusahaan manufaktur Indonesia menerapkan teori *equity market timing* dalam menentukan keputusan struktur modalnya. Variabel kontrol profitabilitas dan firm size memberikan hasil *negatif signifikan* dan untuk variabel tangibilitas menunjukkan hasil positif signifikan terhadap *market leverage* perusahaan.

Kata Kunci: *equity market timing, market to book ratio, market to book ratio dan External finance weighted average market to book ratio (EFWAMTB), ROA, tangibility, size and market leverage*

*) Author Korespondensi; acchedya.anugrahani-2018@feb.unair.ac.id

1. Pendahuluan

Salah satu tantangan dan peluang perusahaan untuk melakukan pengembangan bisnis mereka saat ini adalah perkembangan kondisi ekonomi dan persaingan yang semakin ketat di pasar global. Modal merupakan elemen penting dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan dan investasi yang akan dilakukan perusahaan, hal ini bertujuan untuk mengembangkan bisnis perusahaan. Perusahaan perlu untuk mempertimbangkan keputusan struktur modalnya karena struktur modal merupakan hal penting yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan dimasa mendatang. *Equity market timing* theory merupakan sebuah teori struktur modal pertama dicetuskan oleh (Baker & Wurgler, 2002) yang menjelaskan hubungan nilai pasar perusahaan terhadap kebijakan pendanaan. *Equity market timing* mengacu pada praktik dimana perusahaan menerbitkan saham (ekuitas) saat perusahaan percaya bahwa nilai pasar relative tinggi dari nilai buku dan membeli kembali saham ketika perusahaan percaya bahwa nilai pasar relative lebih rendah dari nilai bukunya. (Baker & Wurgler, 2002) menegaskan bahwa tujuan melakukan *equity market timing* adalah untuk mengambil keuntungan dari fluktuasi sementara pada biaya ekuitas terhadap bentuk modal lainnya. Salah satu praktik *market timing* theory yang umum digunakan adalah pemanfaatan dari mispricing saham perusahaan dipasar untuk mendapatkan pembiayaan dengan biaya modal yang relative lebih rendah. (Baker & Wurgler, 2002) mengimplementasikan variabel *market to book ratio* sebagai indikator nilai pasar yang akan berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian (Baker & Wurgler, 2002) menyatakan bahwa *market to book ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat hutang.

Pasar modal Indonesia mencatat sebanyak 84 perusahaan melakukan repurchase saham pada periode 2013-2019. Berdasarkan fenomena yg terjadi di Indonesia, repurchase saham merupakan aksi

perusahaan untuk meningkatkan *earning per share* (EPS) perusahaan tersebut. Para analisis menyatakan bahwa motivasi penerbit melakukan repurchase ekuitas mereka dipasar adalah untuk meningkatkan nilai EPS. Dengan demikian, repurchase ekuitas merupakan alternatif lain dari pembayaran dividen dimana perusahaan memberikan nilai kepada investornya. Sehingga, jika nilai pasar jatuh (*undervalued*), perusahaan dapat membeli kembali saham mereka dan apabila nilai pasar dianggap terlalu tinggi perusahaan dapat menjual kembali saham untuk mendapatkan capital gain. Hal ini berpengaruh pada struktur modal perusahaan karena perusahaan dapat memanfaatkan momen tersebut untuk mendapatkan pendanaan lebih melalui ekuitas. Penelitian mengenai isu pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal telah dilakukan dan menemukan hasil yang berbeda-beda. Penelitian yang dilakukan oleh (Baker & Wurgler, 2002), (Mahajan & Tartaroglu, 2008), (Huang & Ritter, 2005), dan (Chicti & Bougatef, 2010) mendukung *equity market timing* theory. Sedangkan, penelitian yang dilakukan oleh (Zavertiaeva & Nechaeva, 2017), (Mendes et al., 2005) dan (Allini et al., 2017) tidak mendukung *equity market timing* theory. Penelitian mengenai *equity market timing* menunjukkan hasil yang tidak konsisten dan masih kurangnya penelitian mengenai *equity market timing* yang dilakukan di Indonesia, sehingga diperlukannya penelitian lebih lanjut mengenai equity market theory.

Penelitian ini membuat dua kontribusi terhadap literature yang ada. Pertama, penelitian sebelumnya pada topik ini sebagian besar dilakukan penelitian di Eropa dan AS; dengan demikian, penelitian ini memberikan prespektif baru tentang bagai mana *equity market timing* theory diterapkan di Negara berkembang: Indonesia. Kedua, sebagian besar penelitian terutama dilakukan pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia. Ketiga, penelitian sebelumnya umumnya menguji pada perubahan tingkat hutang bukunya dan *book leverage*, tetapi pada

penelitian ini akan menguji pada *market theory*. Menurut *Trade-off theory*, perusahaan akan berutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan utang sama dengan biaya kesulitan keuangan. (Myers & Majluf, 1984) mengem-bangkan *Pecking order theory* yang berpendapat bahwa bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan dana internal, ketika dana internal tidak memadai, mereka lebih memilih pembiayaan utang dan pembiayaan ekuitas digunakan hanya sebagai upaya terakhir. *Pecking order theory* muncul karena adanya asimetri informasi antara manajer dan investor.

Berdasarkan isu dan uraian latar belakang di atas, rumusan masalah dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *equity market timing* berlaku di perusahaan manufaktur Indonesia ketika mengambil keputusan struktur modal yang dibuktikan dengan adanya pengaruh *market to book ratio* terhadap struktur modal diperusahaan manufaktur Indonesia?
2. Apakah *equity market timing* dalam jangka panjang berpengaruh terhadap struktur modal diperusahaan manufaktur Indonesia?

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *market to book ratio* terhadap struktur modal sebagai pengukur *equity market timing* diperusahaan manufaktur Indonesia.
2. Untuk mengetahui pengaruh jangka panjang (presisten) *equity market timing* terhadap struktur modal di perusahaan manufaktur Indonesia.

2. Kerangka Teori

2.1 Struktur modal

Teori struktur modal pertama kali didokumentasikan dalam (Modigliani & Miller, 1958). Menurut (Modigliani & Miller, 1958) nilai sebuah perusahaan tidak berpengaruh oleh struktur modalnya. Hasil yang diperoleh MM menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Modigliani & Miller, (1963) mengembangkan *Trade-off*

2.2 *Equity market timing*

Teori *Equity market timing* dikemukakan oleh (Baker & Wurgler, 2002). Teori ini menggunakan nilai pasar sebagai salah satu faktor utama yang dapat mempengaruhi struktur modal. Teori ini menyatakan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil kumulatif dari suatu upaya membuat ekuitas pasar timing di masa lalu dimana perusahaan akan menerbitkan ekuitas pada saat nilai pasar tinggi dan membeli kembali ekuitas pada saat nilai pasar rendah. Baker dan Wurgler menggunakan perubahan *leverage* dan penerbitan saham bersih sebagai variabel dependen dan menggunakan rasio pasar terhadap buku sebagai indikator waktu pasar.

Rasio *market to book* merupakan alat untuk mengukur *equity market timing*. Rasio *market to book ratio* yang tinggi dikaitkan dengan penurunan penggunaan tingkat hutng pada perusahaan. Hal ini menggambarkan bahwa perusahaan tersebut menerapkan teori *equity market timing* yaitu dimana perusahaan menerbitkan saham ketika nilai pasar untuk saham tinggi dan kemudian membeli kembali ketika nilai pasar untuk saham rendah.praktik ini dilakukan oleh manajer untuk menghemat biaya modal saham, karena semakin tinggi harga saham biaya saham yang ditanggung oleh perusahaan semakin kecil begitu juga sebaliknya. (Russel & Hung, 2013) menyatakan bahwa perusahaan akan menerbitkan

ekuitas ketika *market to book ratio* tinggi karena 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 melalui rasio hutang akan menurun. (Chen & Zhao, 2004) memberikan bukti bahwa perusahaan dengan *market to book ratio* yang tinggi memiliki kemungkinan besar untuk menerbitkan ekuitas karena pendanaan eksternal melalui ekuitas memiliki biaya yang lebih murah sehingga penggunaan hutang pada perusahaan tersebut akan menurun. *Market to book ratio* (MTB) merupakan proporsi dari total utang dan modal pasar terhadap total aset perusahaan. Dengan rumus sebagai berikut:

$$MTB_{i,t-1} = \frac{\text{Total debt}_{i,t-1} + \text{Market capitalization}_{i,t-1}}{\text{Total Asset}_{i,t-1}}$$

External finance weighted average market to book ratio (EFWAMTB) adalah proksi yang digunakan untuk mengukur jangka panjang (presistensi) *equity market timing* terhadap struktur modal. Pengaruh presisten *equity market timing* terhadap struktur modal memiliki arti bahwa kejadian-kejadian menerbitkan ekuitas ketika nilai pasar saham tinggi pada beberapa tahun sebelumnya mempengaruhi struktur modal saat ini. (Baker & Wurgler, 2002) menyatakan bahwa struktur modal merupakan outcome kumulatif dari upaya-upaya yang lalu untuk menyesuaikan pasar ekuitas. (Xu, 2009) dalam penelitiannya mendapatkan hasil bahwa *equity market timing* yang diukur dengan historical *market to book ratio* atau EFWAMTB menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Apabila nilai pasar historical berpengaruh terhadap struktur modal memiliki dampak yaitu perusahaan tidak melakukan proses penyesuaian kembali setelah adanya dampak *market timing* terhadap tingkat hutangnya. Pernyataan ini menyimpang dengan hipotesis pada teori *trade off* statis yang menyatakan bahwa apabila struktur

modalnya menyimpang (bias) dari struktur modal optimum, maka struktur modalnya akan nada proses penyesuaian kembali menuju struktur modal yang ditargetkan perusahaan berupa struktur modal optimum. EFWAMTB memiliki rumus sebagai berikut :

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

2.3 Profitabilitas

Return On Asset adalah rasio profitabilitas yang diukur dengan menggunakan proporsi laba bersih perusahaan terhadap total aset perusahaan. Pecking order theory menunjukkan bahwa perusahaan dengan laba tinggi dan sumber daya yang lebih likuid cenderung menggunakan hutang lebih sedikit daripada perusahaan dengan laba yang rendah dan sumber daya yang kurang likuid (Sheikh & Wang, 2012). Apabila profitabilitas perusahaan tinggi, ketersediaan dana internal dalam memenuhi kebutuhan investasi perusahaan semakin besar dan penggunaan dana eksternal akan menurun, sehingga tingkat hutang pada perusahaan tersebut semakin menurun karena perusahaan lebih menggunakan pendanaan internal. ROA memiliki rumus sebagai berikut:

$$ROA_{i,t-1} = \frac{NI_{i,t-1}}{\text{total asset}_{i,t-1}}$$

2.4 Tangibilitas

Tangibilitas menggambarkan kemampuan aset tetap untuk dijadikan jaminan yang memastikan bahwa kewajiban utang akan tetap lancar jika terjadi peristiwa yang tidak menguntungkan (Farooq, 2015). Teori *size effect* merupakan dimana perusahaan dengan aset *tangibility* yang besar akan menggunakannya sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang (Brigham *et al.*, 1999).

Tangibility adalah proporsi dari aset tetap terhadap total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Tangibility diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$TANG_{i,t-1} = \frac{fixed\ asset_{i,t-1}}{Total\ Asset_{i,t-1}}$$

2.5 Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan adalah tolak ukur besar kecilnya perusahaan dengan melihat besarnya nilai equity, nilai penjualan atau nilai total aset yang dimiliki perusahaan (Riyanto, 2010). Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aset (Kılıç & Kuzey, 2016). Firm size mencerminkan banyaknya sumber daya yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan yang lebih besar diketahui memiliki biaya kesulitan keuangan yang lebih rendah dan kecil kemungkinannya perusahaan tersebut bangkrut. Selain itu, ukuran perusahaan yang lebih besar lebih transparan dalam pelaporan keuangan sehingga dapat mengurangi agency problem dan tercermin dalam biaya hutang yang lebih rendah dan tingkat hutang yang lebih tinggi (Nwachukwu & Mohammed, 2012; Tarus & Ayabei, 2015). Ukuran perusahaan dapat dinotasikan sebagai berikut :

$$SIZE_{i,t-1} = \ln (TotalAsset)_{i,t-1}$$

3. Metode

Penelitian ini menggunakan pendekatan penelitian kuantitatif dimana peneliti melibatkan data-data kuantitatif didalam pembuktian teori dan peneliti mengukur variabel, menguji hipotesis dan menarik kesimpulan sehingga hasil tersebut dapat digeneralisasi. Metode penelitian kuantitatif pada penelitian ini adalah metode regresi linier berganda menggunakan uji t dan uji samumsi klasik untuk mengetahui hubungan antar variabel independen dan variabel dependen. Sampel pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa

Indonesia periode 2013-2018. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling. Metode ini merupakan metode pengambilan sampel dengan kriteria tertentu yaitu pertama, Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2018. Kedua, Perusahaan menerbitkan laporan tahunan yang telah diaudit dan berakhir pada 31 Desember pada tahun 2013-2018. Ketiga, Laporan keuangan disajikan dalam mata uang rupiah. Keempat, Perusahaan yang memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan dalam penelitian.

Sumber data didapatkan dari Indonesia Stock Exchange (IDX) dan laporan keuangan perusahaan. Prosedur pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah pertama, studi kepustakaan yang dilakukan dengan mengumpulkan berbagai informasi dan teori dari buku pustaka, jurnal ekonomi atau manajemen, dan bahan-bahan lain yang berhubungan dengan fenomena permasalahan yang dibahas dalam penelitian. Kedua, *documentation method* dilakukan dengan cara menentukan data laporan keuangan yang sesuai dengan variabel yang digunakan, mencari dan mengunduh data sekunder dari www.idx.com dengan periode 2013-2018.

3.1 Teknik analisis data

Metode pengolahan data pada penelitian ini adalah dengan menggunakan metode data panel yang bertujuan untuk mengetahui secara langsung bagaimana pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Gabungan sumber data antara cross-section dan time-series disebut dengan data panel. Multiple linear regression digunakan untuk menguji adanya pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen. Metode selanjutnya yang digunakan dalam Penelitian ini adalah metode statistik inferensial yang mempunyai tujuan untuk menguji hipotesis. Langkah-langkah analisis yang digunakan dalam penelitian adalah pertama, Menghitung nilai dari masing-masing variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol yang

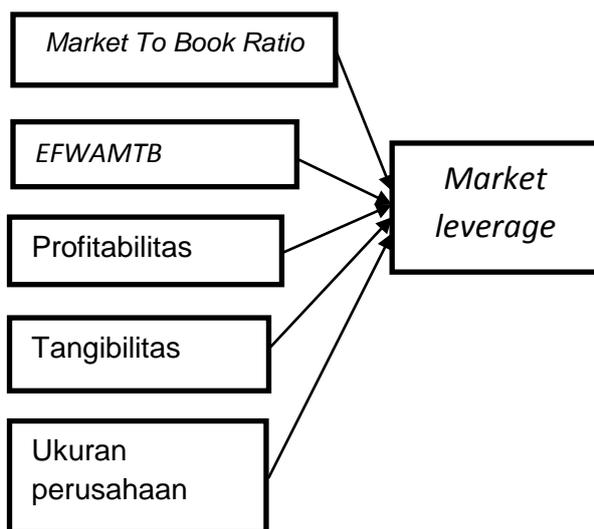
digunakan dalam penelitian ini. Kedua, Melakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari: uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi. Ketiga, Melakukan analisis regresi dan pengujian hipotesis. Keempat, Menghitung koefisien determinasi (R²).

Model penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$CAPSTRUC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MTB_{i,t-1} + \beta_2 EFWAMTB_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 TANG_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

- Berdasarkan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu yang telah dijelaskan dan model penelitian, hipotesis penelitian ini adalah
- H.1 *Market to book ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *market leverage*
 - H.2 Historical market value pada ekuitas (EFWAMTB) secara presisten berpengaruh negatif terhadap *market leverage*.

Sesuai dengan penelitian sebelumnya dan model penelitian, kerangka kerja konseptual yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Sumber: Diolah Penletri
Gambar 1. Kerangka Penelitian

4. Hasil Penelitian Dan Pembahasan

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1. Analisis Statistik Deskriptif

| | N | Minimu m | Maxi mum | Mean | Std. Deviatio n |
|---------------------------|-----|-------------|-------------|------------|-----------------------|
| ML | 442 | .01 | .987 | .4599 | .277326 |
| MTB | 442 | .304 | 17.93 5 | 1.693 4 | 1.96341 |
| EFWM ATB | 442 | -20.342 | 32.72 0 | 2.113 1 | 4.09986 |
| ROA | 442 | -.548 | .839 | .0454 | .106734 |
| TANG | 442 | .021 | .907 | .3810 | .200928 |
| size | 442 | 25.215 | 33.32 0 | 28.23 0 | 1.58574 |
| Valid N (listwise) | 442 | | | | |

Sumber: Diolah peneliti, 2020

Berdasarkan tabel statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel *market leverage*, *market to book ratio*, EFWAMTB, ROA, TANG, SIZE memiliki masing-masing nilai minimum sebesar 0.01, 0.304, -20.342, -0.548, 0.021, 25.215, nilai maksimum sebesar 0.987, 17.935, 32.720, 0.839, 0.907, 33.320

4.2 Uji Asumsi Klasik

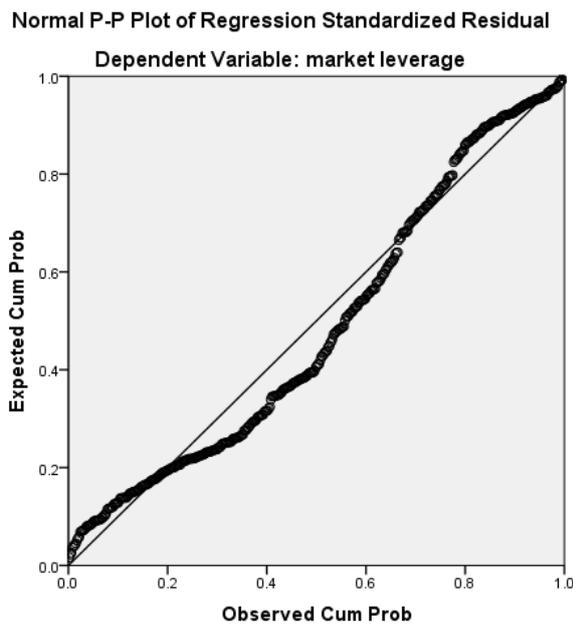
Tabel 2. Multikolinearitas

| Model | Unstandardized Coefficients | | Stan dardi zed Coeff icient s | Collinearity Statistics | |
|------------|-----------------------------|------------|-------------------------------|-------------------------|------------|
| | B | Std. Error | | Beta | Toleran ce |
| (Constant) | 1.091 | .201 | | | |
| MTB | -.026 | .007 | -.187 | .663 | 1.508 |
| EFWMATB | -.005 | .003 | -.078 | .857 | 1.167 |
| ROA | -.917 | .127 | -.353 | .663 | 1.509 |
| TANG | .100 | .059 | .073 | .874 | 1.144 |
| Size | -.020 | .007 | -.116 | .910 | 1.099 |

Sumber: Diolah peneliti, 2020

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas yang ditunjukkan pada tabel 3 ditunjukkan bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas antara variabel independen dalam model regresi. Hal ini dapat dilihat pada hasil VIF yang menunjukkan hasil tidak lebih dari 10.

4.3 Uji Normalitas



Sumber: Diolah peneliti, 2020

Gambar 2 Uji Normalitas

Berdasarkan Uji normalitas yang ditunjukkan pada gambar 2 dapat dilihat bahwa titik-titik menyebar mengikuti garis diagonalnya, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal.

4.4 Uji Autokorelasi

Tabel 3. Uji Autokorelasi

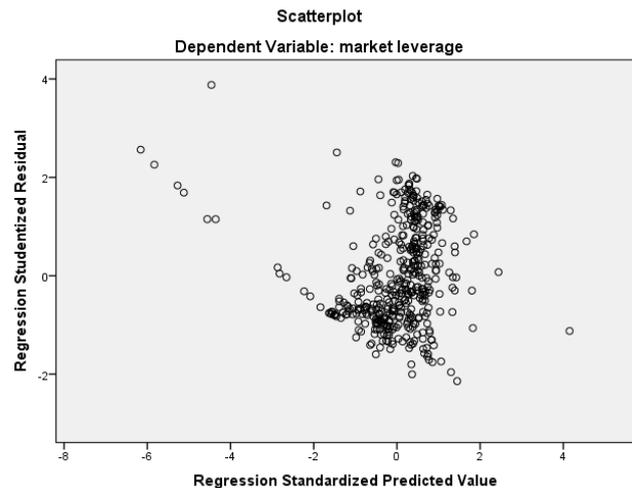
| Model | R | R Square | R ² | Std. Error | D-W |
|-------|-------|----------|----------------|------------|-------|
| 1 | .556a | .309 | .301 | .231821 | 1.748 |

Sumber: Diolah peneliti, 2020

Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai DW hitung sebesar 1,748 maka dinyatakan terbebas dari masalah autokorelasi karena DW hitung terletak diantara diantara -2 sampai +2.

4.5 Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan grafik scatterplots dapat dilihat bahwa titik-titik menyebar secara acak baik diatas maupun dibawah angka 0 sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.



Sumber: Diolah Peneliti, 2020

Gambar 3. Uji Heteroskedastisitas

4.6 Uji Hipotesis

Tabel 4. Analisis Regresi Linier Berganda

| Model | Unstandardized Coefficient | | Standardized Coefficient | t. | Sig. |
|-------------|----------------------------|--------|--------------------------|-------|------|
| | B | Std. E | Beta | | |
| (Constant) | 1.091 | .201 | | 5.430 | .000 |
| MTB | -.026 | .007 | -.187 | 3.827 | .000 |
| EFWMTB | -.005 | .003 | -.078 | 1.814 | .070 |
| ROA | -.917 | .127 | -.353 | 7.216 | .000 |
| tangibility | .100 | .059 | .073 | 1.708 | .088 |
| size | -.020 | .007 | -.116 | 2.773 | .006 |

Sumber: Diolah Peneliti, 2020

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 6. Maka dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$CAPSTRUC_{i,t} = 1.091 - 0.026 MTB_{i,t-1} - 0.005 EFWMTB_{i,t-1} - 0.917 ROA_{i,t-1} + 0.100 TANG_{i,t-1} - 0.020 SIZE_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 3, menunjukan bahwa *market to book ratio* berpengaruh *negatif signifikan* terhadap *market leverage* perusahaan dengan tingkat signifikansi $0,000 < 0,01$. Oleh karena itu H1 diterima dan H0 ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian yang dibangun sebelumnya dimana *market to book*

ratio berpengaruh negatif signifikan terhadap *market leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan akan menerbitkan ekuitas ketika *market to book ratio* tinggi karena 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 melalui rasio hutang akan menurun. Maka dapat disimpulkan bahwa *equity market timing* berlaku di perusahaan manufaktur Indonesia ketika mengambil keputusan struktur modal yang dibuktikan dengan adanya pengaruh *negative market to book ratio* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian (Baker & Wurgler, 2002; Russel & Hung, 2013; Chen & Zhao, 2004) yang memberikan bukti bahwa *market to book ratio* memiliki pengaruh *negatif signifikan* terhadap struktur modal.

Pada tabel 3 juga menunjukkan bahwa *External finance weighted average market to book ratio* (EFWAMTB) berpengaruh *negatif signifikan* terhadap *market leverage* perusahaan dengan tingkat signifikansi sebesar $0,070 < 0.10$. oleh karena itu H2 diterima dan H0 ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian yang dibangun sebelumnya dimana bahwa *External finance weighted average market to book ratio* (EFWAMTB) berpengaruh *negatif signifikan* terhadap *market leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa praktik perusahaan menerbitkan ekuitas ketika nilai pasar saham tinggi beberapa tahun sebelumnya mempengaruhi struktur modal saat ini dengan kata lain, pengaruh *market timing* terhadap struktur modal adalah *persistent*. Apabila nilai pasar *historical* berpengaruh terhadap struktur modal memiliki dampak yaitu perusahaan tidak melakukan proses penyesuaian kembali setelah adanya dampak *market timing* terhadap tingkat hutangnya. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian (Baker & Wurgler, 2002; Xu, 2009; Kayhan & Titman, 2007) yang memberikan bukti bahwa *External*

finance weighted average market to book ratio (EFWAMTB) berpengaruh *negatif signifikan* terhadap *market leverage*.

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 3, menunjukan bahwa return on asset berpengaruh *negatif signifikan* terhadap *market leverage* perusahaan dengan tingkat signifikansi $0,000 < 0,01$. Oleh karena itu H3 diterima dan H0 ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian yang dibangun sebelumnya dimana return on asset berpengaruh *negatif signifikan* terhadap *market leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan laba tinggi dan sumber daya yang lebih likuid cenderung menggunakan hutang lebih sedikit daripada perusahaan dengan laba yang rendah dan sumber daya yang kurang likuid. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian (Abor, 2007; Sheikh & Wang, 2012; Tarus & Ayabei; 2015) yang memberikan bukti bahwa return on asset berpengaruh *negatif signifikan* terhadap *market leverage* perusahaan. Hasil regresi pada tabel 3 juga menunjukkan bahwa tangibilitas berpengaruh *signifikan positif* terhadap *market leverage* perusahaan dengan tingkat signifikansi sebesar $0,088 < 0.10$. oleh karena itu H4 diterima dan H0 ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian yang dibangun sebelumnya dimana bahwa tangibilitas berpengaruh *positif signifikan* terhadap *market leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan aset tangibilitas yang besar akan menggunakannya sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Sehingga perusahaan dengan rasio tangibilitas yang besar akan lebih mudah mendapatkan hutang dan tingkat hutang pada perusahaan tersebut akan meningkat karena memiliki jaminan untuk hutang yang terpercaya. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian (Sheikh & Wang, 2012; Chang *et al.*, 2014; Brigham *et al.*, 1999). yang memberikan bukti bahwa tangibilitas berpengaruh *positif signifikan* terhadap *market leverage* perusahaan.

Terakhir, variabel *firm size* menunjukkan hasil yaitu berpengaruh *signifikan negatif*

terhadap *market leverage* perusahaan dengan tingkat signifikansi sebesar $0,006 < 0.1$. oleh karena itu H_5 diterima dan H_0 ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis penelitian yang dibangun sebelumnya dimana bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *market leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa Perusahaan yang memiliki ukuran kecil cenderung menggunakan pendanaan eksternal melalui hutang untuk mencapai modal yang diperlukan oleh perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan dengan ukuran yang kecil memiliki keterbatasan dalam jumlah pembiayaan internal. Oleh karena itu, semakin kecil ukuran perusahaan semakin besar tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian (Tarus & Ayabei, 2015; Abor, 2007) yang memberikan bukti bahwa *firm size* berpengaruh *negatif signifikan* terhadap *market leverage* perusahaan.

5. Kesimpulan Dan Saran

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil regresi linier berganda pada analisis pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufacturing yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2018 menunjukkan hasil bahwa *market to book ratio* dan *External finance weighted average market to book ratio* (EFWAMTB) berpengaruh negatif signifikan terhadap *market leverage*. Maka, dapat disimpulkan bahwa perusahaan manufaktur Indonesia menerapkan teori *equity market timing* dalam proses pengambilan keputusan struktur modalnya dan efek dari penerapan tersebut secara presisten berlaku pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil regresi profitabilitas dan ukuran perusahaan menunjukkan hasil *negatif signifikan* yang mengindikasikan semakin tinggi profitabilitas dan ukuran perusahaan maka semakin kecil tingkat hutang yang digunakan perusahaan. Sebaliknya, hasil regresi tangibilitas perusahaan menunjukkan hasil positif signifikan terhadap struktur modal

perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi tanggibilitas perusahaan maka semakin besar tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan.

Penelitian ini dapat di implikasikan karena memberikan bukti empiris bahwa perusahaan yang menerapkan *equity market timing* maka perusahaan tersebut akan memiliki tingkat hutang yang rendah dan mendapatkan pendanaan melalui menerbitkan ekuitas. Hal ini dapat menjadi pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi pada saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian ini juga dapat digunakan sebagai pertimbangan perusahaan dalam menentukan keputusan pendanaan apakah melalui menerbitkan ekuitas atau menerbitkan utang. Ada beberapa keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini yaitu penelitian ini terbatas pada perusahaan manufaktur, sehingga tidak dapat digeneralisasi ke sektor lain dan penelitian ini hanya menguji pengaruh langsung tidak mempertimbangkan variabel lain yang mungkin dapat mempengaruhi hubungan langsung antara *equity market timing* dan struktur modal.

5.2 Saran

1. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan seluruh perusahaan sektor non keuangan dan menambah variabel lain yang mungkin dapat mempengaruhi pengaruh langsung antara *equity market timing* dan struktur modal.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan variabel yang kemungkinan dapat mempengaruhi hubungan langsung *equity market timing* terhadap struktur modal

6. Daftar Pustaka

- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 7, No. 1, pp.83-

- 92https://doi.org/10.1108/1472070071072713
- Allini, A. A., Rakha, S., David, G., Caldarelli, A., & Allini, A. (2017). Pecking order and *market timing* theory in emerging markets□ : The case of Egyptian firms. *Research in International Business and Finance*.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.098>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of finance*, Vol. 57, No.1.
- Brigham, F. Eugene, Gapenski C. Louis, Philip R. Daves, (1999), *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition, The Dryden Press.
- Chang, C., Chen, X., & Liao., G. (2014), What are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China?, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 30, pp.87-113.
- Chen, L. and X. Zhao. 2004. Understanding the Roles of the Market-to-Book Ratio and Profitability in Corporate Financing Decisions. Working Paper.
- Chichti, J., &Bougatef, K. (2010). *Equity market timing* and Capital Structure□ : Evidence from Tunisia and France. *International Journal of Business and Management*. 5(10), 167–177.
- Farooq, O. (2015). Effect of ownership concentration on capital structure: evidence from the MENA region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* Vol. 8, pp. 99 - 113
<http://dx.doi.org/10.1108/IMEFM-10-2013-0115>.
- Hisyam, N., Razak, A., & Saidi, N. A.(2013). The Relationship Between Government Ownership , Firm Performance and Leverage: An Analysis From Malaysian Listed Firms. *Corporate Ownership & Control* (4), 47–60.
- Huang, R., and Ritter, J. R. (2005). Testing the Market timing Theory of Capital Structure. Working Paper University of Florida, pp. 1-44, available at: www3.nd.edu/~pschultz/HuangRitter.pdf
- Kayhan, A., & Titman, S. (2007). Firms ' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, Vol. 83 No. 1, pp. 1-32.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.10.007>
- Mahajan, A., & Tartaroglu, S. (2008). *Equity market timing* and capital structure□ : International evidence. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, pp.754–766.<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.05.007>
- Mendes, E., Kayo, E. and Basso, L.C. (2005), Capital structure and windows of opportunities: Tests in the Brazilian market, Working paper, Mackenzie Presbyterian University, Brazil.
- Russel, P. & Hung, K. (2013). Does Market Timing Affect Capital Structure?:Evidence for Chinese Firms. *Chinese Business Review*, Vol.12, No.6, 395-400.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure□ : empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance*. Vol. 12 No. 5, pp. 629-641.
<https://doi.org/10.1108/14720701211275569>

Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2015). Board composition and capital structure : evidence from Kenya. *Management Research Review*, Vol. 39 No. 9, 2016 pp. 1056-1079. <https://doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0019>

Xu, Z. 2009. The Impact of Marketing Timing on Canadian dan U.S. Firms' Capital Structure. Working Paper/Document, Bank of Canada.

Zavertiaeva, M., & Nechaeva, I. (2017). Journal of Economics and Business Impact of *Market timing* on the Capital Structure of Russian Companies. *Journal of Economics and Business*, 92, 10–28. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.04.001>