



Pengaruh *Equity Market Timing* Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Muniya Alteza^{1,*}, Nuri Lesmono Hidayah²

¹Fakultas Ekonomi, Program Studi Manajemen, Universitas Negeri Yogyakarta, Sleman
Jl. Colombo Yogyakarta No.1, Karang Malang, Caturtunggal, Kec. Depok, Kabupaten Sleman, Daerah Istimewa Yogyakarta, Indonesia

²Program Studi Budidaya Perairan, Akademi Perikanan Yogyakarta, Yogyakarta
Jl. Balarejo/Plumbon, Muja Muju, Kec. Umbulharjo, Kota Yogyakarta, Daerah Istimewa Yogyakarta, Indonesia

Email: ^{1,*}m_alteza@uny.ac.id, ²nurilesmono@gmail.com

Email Penulis Korespondensi: m_alteza@uny.ac.id

Submitted: 28/10/2022; Accepted: 29/11/2022; Published: 29/11/2022

Abstrak—Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang melakukan penawaran umum perdana di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2015. Pengambilan sampel dilakukan menggunakan metode purposive sampling. Berdasarkan kriteria, didapatkan 18 perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Struktur modal dalam penelitian ini diproksikan dengan leverage sedangkan *equity market timing* diproksikan dengan *external finance weighted average market to book ratio*. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier dengan estimasi data panel. Sebelum dilakukan analisis regresi terlebih dahulu dilakukan uji spesifikasi model dan uji asumsi klasik untuk memastikan model penelitian layak digunakan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *equity market timing* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Kata Kunci: *Equity Market Timing*; Struktur Modal; Penawaran Perdana; *External Finance Weighted Average Market To Book Ratio*; Leverage

Abstract—This study aims to determine the effect of *equity market timing* on the capital structure of manufacturing companies that conducted initial public offerings on the Indonesia Stock Exchange. The population in this study is the manufacturing sector companies that conduct initial offerings on the Indonesia Stock Exchange in the 2010-2015 periods. Sampling was done using the purposive sampling method. Based on the criteria, 18 companies became the research sample. Capital structure in this study is proxied by leverage while *equity market timing* is proxied by the market-to-book ratio. The data analysis technique used is linear regression analysis with panel data estimation. Prior to the regression analysis, the model specification test and classical assumption test were carried out to ensure that the research model was feasible to use. The results of this study indicate that *equity market timing* has a negative and significant effect on the company's capital structure.

Keywords: *Equity Market Timing*; Capital Structure; Initial Public Offering; *External Finance Weighted Average Market-To-Book Ratio*; Leverage

1. PENDAHULUAN

Perusahaan dihadapkan pada banyak tantangan dalam kondisi persaingan bisnis global saat ini, salah satunya terkait dengan masalah pendanaan. Sumber pendanaan perusahaan dapat berasal dari dana internal perusahaan (*internal financing*), yaitu sumber dana yang dihasilkan sendiri dalam perusahaan dan diperoleh melalui laba ditahan, depresiasi dan amortisasi. Selain itu sumber dana juga dapat bersumber dari dana eksternal (*external financing*), yaitu dana yang berasal dari luar perusahaan berupa utang maupun emisi saham baru. Pada umumnya manajer keuangan berupaya menentukan kombinasi sumber pendanaan yang optimal sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Bagi perusahaan yang belum go publik emisi saham baru ini dilakukan dengan penawaran saham perdana atau *Initial Public Offering* (IPO). Menurut Husnan & Pudjiastuti (2015) dengan melakukan penawaran perdana maka perusahaan dapat menghimpun dana dari masyarakat yang selanjutnya dana tersebut dapat digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan dalam pendanaan, kegiatan operasional, ekspansi serta memperbaiki struktur modal perusahaan. Peristiwa penawaran saham perdana dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan karena terjadi perubahan proporsi antara hutang dan modal sendiri dalam perusahaan.

Teori struktur modal utama yang selama ini dipakai dalam menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan adalah teori *trade-off*, *pecking order* dan *market timing*. Teori *trade-off* atau sering juga disebut dengan *balancing theory* menyatakan bahwa perusahaan berusaha menyesuaikan tingkat utangnya sampai titik tertentu yang disebut sebagai struktur modal optimal. Pada titik ini keuntungan dan kerugian yang diperoleh dari penggunaan utang adalah sama. Keuntungan penggunaan utang adalah adanya penghematan pajak sementara kerugian utang berasal dari probabilitas terjadinya konflik keagenan dan kesulitan keuangan yang mungkin muncul akibat penggunaan utang yang terlalu besar, di mana perusahaan akan dihadapkan pada risiko kebangkrutan. Teori struktur modal selanjutnya dikenal sebagai *pecking order theory*. Berdasarkan teori ini perusahaan memilih sumber pendanaan dengan mengikuti hirarki tertentu yang dimulai dari sumber dana yang dianggap paling aman, biayanya lebih murah dan memiliki risiko paling kecil. Apabila sumber pendanaan pada hirarki tertentu telah mencukupi kebutuhan maka perusahaan tidak perlu menggunakan pilihan sumber dana pada hirarki berikutnya. Berdasarkan *pecking order theory* maka hirarki sumber



dana tersebut yang pertama adalah laba ditahan, kedua, utang jangka panjang atau obligasi, dan barulah penerbitan saham baru sebagai pilihan terakhir.

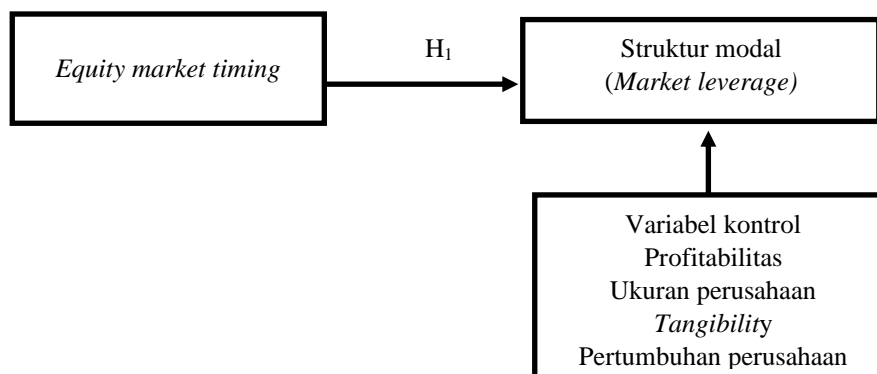
Teori lain terkait dengan keputusan pendanaan adalah *market timing theory* (Zhao et al., 2020; Muhammad et al., 2021; Ratih, 2021). *Market timing* ekuitas menunjukkan praktik yang dilakukan oleh perusahaan dengan menerbitkan saham pada saat harga (nilai) pasar ekuitas tinggi dan melakukan pembelian kembali saham pada saat harganya rendah. Tujuannya adalah memanfaatkan fluktuasi sementara dari biaya ekuitas terhadap biaya komponen modal lainnya. *Market timing* bermanfaat bagi pemegang saham yang ada atas biaya investor yang masuk (membeli saham) dan keluar (menjual kembali saham) pada pasar modal. Dalam hal ini investor akan menanggung harga tinggi ketika membeli dan menanggung harga yang rendah ketika menjual kembali, maka dapat dinyatakan investor menanggung biaya yang tinggi atas transaksi tersebut. Perusahaan yang menerbitkan ekuitas ketika harga saham tinggi dan membeli kembali ketika harga saham rendah berarti biaya atas transaksi yang ditanggung perusahaan akan rendah, sehingga perusahaan akan mendapatkan keuntungan yang diharapkan mampu menopang pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini sesuai pendapat Iyer & Javadi (2018) yang menyatakan bahwa *market timing* yang sukses dapat mengurangi biaya modal sehingga pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. *Market timing* yang dilakukan oleh perusahaan diharapkan memiliki pengaruh positif jangka panjang (Kisser & Rapushi, 2022). Manajer mempunyai inisiatif untuk memberlakukan *market timing* pada keputusan pendanaan perusahaan jika mereka memikirkan kesejahteraan pemegang saham yang ada (Miswanto, 2013). Praktek *market timing* ini sering dilakukan dalam pengambilan keputusan keuangan, antara lain dilakukan oleh *Chief Executive Officer* (CEO) perusahaan (Thu Luu & Duong Dang, 2022), maupun oleh manajer investasi yang mengelola reksadana (Cagnazzo, 2022)

Penelitian mengenai pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal sebelumnya telah dilakukan oleh beberapa peneliti dan menunjukkan hasil yang berbeda. Gomes et al. (2019), Zhao et al., (2020), Y. Huang et al. (2021), Muhammad et al., (2021) menemukan bahwa *equity market timing* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan penelitian Zavertiaeva & Nechaeva (2017) menemukan bahwa tidak ada bukti dari dampak *market timing* terhadap struktur modal. Hasil yang berbeda juga ditemukan dalam penelitian bertema serupa dalam konteks pasar modal Indonesia. Penelitian Ratih (2021) berhasil membuktikan bahwa *market timing* berpengaruh negatif terhadap perubahan *leverage* atau struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia. Temuan tersebut mendukung studi sebelumnya yang dilakukan oleh Dhita et al. (2018), Pamungkas et al. (2019), Setiawan et al. (2020) yang membuktikan eksistensi *market timing*. Akan tetapi hasil berbeda didapatkan oleh Rakim (2018) yang menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia tidak menerapkan teori *market timing* dalam pengambilan keputusan pendanaan. Perusahaan yang memilih memakai pembiayaan bersumber dari ekuitas ternyata cenderung mempunyai biaya ekuitas yang cukup tinggi pula dan tidak dipengaruhi oleh keberadaan suatu kejadian ekonomi tertentu. Penelitian tersebut didukung oleh studi empiris Yuliawati (2016) yang mengemukakan bahwa *market to book ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal sehingga disimpulkan bahwa teori *market timing* tidak dapat menjelaskan kebijakan struktur modal perusahaan di Indonesia. Berdasarkan penelitian terdahulu masih diidentifikasi adanya ketidak konsistenan pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal. Hal inilah yang mendasari perlunya dilakukan studi lebih lanjut, salah satunya melalui penelitian ini.

2. METODE PENELITIAN

2.1. Model Penelitian

Penelitian ini mencoba menemukan pengaruh dari *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan menggunakan *market leverage*. Pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan diduga akan memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan dengan menggunakan beberapa variabel kontrol untuk membatasi pengaruh dari variabel lain yang juga mempengaruhi struktur modal perusahaan. Berdasarkan teori dan kajian penelitian terdahulu maka model penelitian dan hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:



Gambar 1. Model Penelitian



H₁: Equity market timing berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan yang melakukan penawaran perdana

2.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2015. Sampel pada penelitian ini ditentukan dengan menggunakan *purposive sampling* yang membatasi pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu, yaitu.

1. Perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2015.
2. Perusahaan manufaktur yang memiliki laba positif selama periode penelitian.
3. Perusahaan yang memiliki nilai *leverage* kurang dari 100%.
4. Perusahaan manufaktur yang memberikan kelengkapan data yang diperlukan dalam penelitian.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan dalam *purposive sampling* diperoleh 18 perusahaan sebagai sampel dalam penelitian ini.

2.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggunakan variabel dependen struktur modal, yang diproksikan dengan *market leverage*. Dengan mengacu pada (Allini et al., 2018), (Ratih, 2021) *market leverage* diukur menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$Market\ leverage = \frac{Book\ debt}{Total\ asset - Book\ equity + Market\ equity} \tag{1}$$

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *equity market timing* yang diproksikan dengan *external finance weighted average market to book ratio*. Pemilihan proksi ini sesuai pula dengan (Ratih, 2021) yang menyatakan bahwa *market to book ratio* dapat mengungkap fenomena *market timing* dan dampaknya terhadap struktur modal. Dengan mengacu pada (Allini et al., 2018)(Zhao et al., 2020) (Ratih, 2021) maka *external finance weighted average market to book ratio* diukur menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$M/B_{efwa} = \sum_{s=0}^{t-1} \frac{e_s + d_s}{\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r} \cdot \left(\frac{M}{B}\right)_s \tag{2}$$

Keterangan

- e_s = Net equity issue periode sekarang
- d_s = Net debt issue periode sekarang
- e_r = Net equity issue periode sebelumnya
- d_r = Net debt issue periode sebelumnya
- $\left(\frac{M}{B}\right)_s$ = Market to book ratio periode sekarang

Selain variabel independen utama berupa *equity market timing*, penelitian ini juga menggunakan beberapa variabel kontrol. Adapun variabel kontrol yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a. Profitabilitas, menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Mengacu pada Dhita et al. (2018), Gomes et al. (2019), Setiawan et al. (2020), Ratih (2021) maka profitabilitas diukur dengan menggunakan rumus berikut:

$$Profit = \frac{EBIT}{Total\ assets} \tag{3}$$

- b. Ukuran Perusahaan, merupakan faktor yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Sesuai dengan Allini et al. (2018), Pamungkas et al. (2019), Setiawan et al. (2020), Ratih (2021) maka ukuran perusahaan (*size*) diukur menggunakan rumus berikut :

$$Size = \log(Sales) \tag{4}$$

- c. *Tangibility*, merupakan proporsi aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Berdasarkan Pamungkas et al. (2019), Setiawan et al. (2020), Ratih (2021) maka *tangibility* diukur menggunakan rumus berikut:

$$Tangibility = \frac{Fixed\ asset}{Total\ asset} \tag{5}$$

- d. *Growth Opportunity*, menunjukkan peluang pertumbuhan yang dimiliki oleh perusahaan (Huang et al., 2021). *Growth opportunity* diukur menggunakan rumus berikut:

$$Growth = \frac{Market\ value\ per\ share}{Earning\ per\ share} \tag{6}$$

2.4. Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan model analisis regresi data panel untuk menguji hipotesis penelitian. Pengujian diformulasikan dalam persamaan berikut:

$$Levit = \alpha + \beta_1 M/B_{efwa,t-1} + \beta_2 Profit_{t-1} + \beta_3 Size_{t-1} + \beta_4 Tangib_{t-1} + \beta_4 Growth_{t-1} + \varepsilon_{it} \tag{7}$$



Keterangan :

α = *intercept*

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = koefisien regresi

Lev_{it} = *market leverage* perusahaan i pada tahun t

$M/B_{efwa,t-1}$ = *external finance weighted average market to book ratio* perusahaan i pada tahun $t-1$

$Prof_{t-1}$ = profitabilitas perusahaan 1 pada tahun $t-1$

$Size_{t-1}$ = ukuran perusahaan i pada tahun $t-1$

$Tang_{t-1}$ = *tangibility* perusahaan i pada tahun $t-1$

G_{t-1} = *growth opportunity* perusahaan i pada tahun $t-1$

ϵ_{it} = *error term*

Sebelum melakukan regresi, maka terlebih dahulu dilakukan uji spesifikasi model untuk menentukan model yang tepat di antara model *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik untuk mengetahui bahwa model regresi telah memenuhi persyaratan *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) yakni memenuhi asumsi normalitas, tidak terdapat heteroskedastisitas, tidak terdapat multikolinearitas, dan tidak terdapat autokorelasi (Gujarati & Porter, 2010).

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Statistik Deskriptif

Tabel 1. Data Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Max	Min	Std. Dev
LEV	72	0,628276	0,956000	0,110700	0,243460
M/B efwa	72	0,345876	0,985900	0,024400	0,241990
PROFIT	72	0,106296	0,238000	0,005300	0,061883
SIZE	72	12,24272	13,67410	11,31120	0,545581
TANGIB	72	0,395515	0,862600	0,124400	0,202184
GROWTH	72	18,29062	107,3077	1,534500	18,41376

Berdasarkan tabel 1 dapat diketahui bahwa *mean* atau nilai rata-rata variabel *market leverage* sebagai proksi struktur modal adalah sebesar 0,628276 dan nilai standar deviasi yaitu 0,243460. Nilai maksimum sebesar 0,956000 dan nilai minimum 0,110700. Nilai mean lebih besar dibandingkan nilai standar deviasi yang bermakna bahwa tidak terdapat kesenjangan yang besar dalam variasi nilai data *market leverage*. Sedangkan *mean* atau nilai rata-rata variabel *external finance weighted average market to book ratio* sebagai proksi *market equity timing* pada perusahaan manufaktur adalah sebesar 0,345876 dan nilai standar deviasi yaitu 0,241990. Nilai maksimum sebesar 0,985900 dan nilai minimum sebesar 0,024400. Sama halnya dengan *leverage*, nilai mean lebih besar dibandingkan nilai standar deviasi sehingga tidak terdapat perbedaan ekstrim antar nilai data *external finance weighted average market to book ratio*

Statistik deskriptif untuk variabel kontrol dapat dijelaskan sebagai berikut. Nilai *mean* atau rata-rata variabel Profitabilitas sebesar 0,106296 dan nilai standar deviasi yaitu 0,061883. Adapun nilai maksimumnya sebesar 0,238000 dan nilai minimum 0,005300. Sedangkan *mean* atau nilai rata-rata variabel ukuran perusahaan adalah sebesar 12,24272 dan nilai standar deviasi yaitu 0,545581. Untuk nilai maksimum ukuran perusahaan adalah 13,67410 dan nilai minimum sebesar 0,005300. Adapun *mean* atau nilai rata-rata variabel *Tangibility* pada perusahaan manufaktur adalah sebesar 0,395515 dan nilai standar deviasi yaitu 0,202184. Nilai maksimum sebesar 0,862600 dan minimum 0,124400. Variabel kontrol yang terakhir yaitu *Growth Opportunity* memiliki *mean* atau nilai rata-rata sebesar 18,29062 dan nilai standar deviasi yaitu 18,41376. Besaran nilai maksimum ialah 107,3077 dan nilai minimum 1,534500. Kecuali *Growth Opportunity*, semua variabel kontrol memiliki nilai rata-rata yang lebih besar daripada nilai standar deviasi yang mengindikasikan sebaran data yang cukup baik dan tidak ada kesenjangan nilai antara data yang ekstrim.

3.2. Hasil Uji Spesifikasi Model

Uji spesifikasi model merupakan uji yang dilakukan untuk menentukan model data panel yang tepat diantara model *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Pengujian yang dilakukan adalah:

3.2.1 Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk memilih antara model *fixed effect* atau model *common effect* yang sebaiknya dipakai dalam penelitian. Hipotesis dalam uji Chow adalah sebagai berikut :

H_0 : *Common Effect Model*

H_a : *Fixed Effect Model*



Tabel 2. Hasil Uji Chow

<i>Effect Test</i>	Probabilitas
<i>Cross-section Chi-square</i>	0,0000

Berdasarkan hasil uji Chow pada tabel 2 diketahui bahwa nilai Probabilitas *Cross-section Chi-square* sebesar 0,0000 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa H_a diterima artinya model *Fixed Effect* lebih tepat dibandingkan dengan model *Common Effect*.

3.2.2 Uji Hausman

Uji ini bertujuan untuk mengetahui model yang sebaiknya dipakai, yaitu *fixed effect model (FEM)* atau *random effect model (REM)*. Hipotesis dalam uji Hausman sebagai berikut :

H_0 : Random Effect Model

H_a : Fixed Effect Model

Tabel 3. Hasil Uji Hausman

<i>Test Summary</i>	Probabilitas
<i>Cross-section random</i>	0,0208

Berdasarkan hasil uji Hausman diketahui bahwa nilai Probabilitas *cross-section random* sebesar 0,0208 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa H_a diterima artinya model *fixed effect* lebih tepat dibandingkan dengan *random effect* model. Oleh karena itu tidak perlu lagi dilakukan uji *lagrange multiplier*. Berdasarkan uji spesifikasi model yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa model yang terpilih dalam penelitian ini adalah *fixed effect model*. Pengujian selanjutnya adalah uji asumsi klasik.

3.3. Uji Asumsi Klasik

3.3.1 Uji normalitas

Uji normalitas data dilakukan dengan maksud untuk mengetahui apakah residual berdistribusi normal. Pengujian dilakukan melalui uji *Jarque Bera*.

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas

<i>Test Summary</i>	Probabilitas
<i>Jarque-Bera</i>	0,242422

Berdasarkan hasil uji *Jarque Bera* diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar 0,242422 dimana nilai tersebut lebih besar 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima artinya residual penelitian ini berdistribusi normal.

3.3.2 Uji heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah varians residual bersifat konstan atau tidak. Pengujian dilakukan melalui uji Glejser yaitu dengan meregresikan variabel independen dengan nilai absolut residual.

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Probabilitas	Keterangan
<i>M/B efwa</i>	0,8113	Tidak terjadi heteroskedastisitas
PROFIT	0,8468	Tidak terjadi heteroskedastisitas
SIZE	0,1170	Tidak terjadi heteroskedastisitas
TANGIB	0,3219	Tidak terjadi heteroskedastisitas
GROWTH	0,9168	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil uji Glejser diketahui bahwa nilai probabilitas seluruh variabel independen lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data pada penelitian ini tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

3.3.3 Uji autokorelasi

Autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (untuk data *times series*) atau ruang (data *cross-section*). Hasil pengujian autokorelasi melalui *Durbin-Watson* terlihat dalam tabel 6 berikut:

Tabel 6. Hasil Uji Autokorelasi

<i>Durbin-Watson</i>	Kesimpulan
2,116401	Tidak terjadi autokorelasi



Berdasarkan hasil uji *Durbin-Watson* diketahui bahwa nilai DW sebesar 2,116401. Nilai tersebut akan dibandingkan dengan nilai tabel *Durbin-Watson d Statistic: Significance Point For dl and du at 0,5 Level of Significance* dengan menggunakan nilai signifikansi 5%. Jumlah sampel (n) sebanyak 72 dan jumlah variabel adalah 5 (k=5), maka dari tabel *Durbin-Watson* akan diperoleh nilai batas bawah (dl) yaitu 1,4732 dan nilai batas atas (du) adalah 1,7688. Nilai DW berada pada kriteria $du < d < 4-du$ yaitu $1,7688 < 2,116401 < 2,2312$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada masalah autokorelasi di dalam model penelitian ini.

3.3.4 Uji multikolinearitas

Multikolinearitas berarti bahwa terdapat korelasi sempurna antar variabel independen dalam model penelitian. Pengujian multikolinearitas dalam penelitian ini dilakukan menggunakan nilai VIF.

Tabel 7. Hasil Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	Kesimpulan
M/B <i>efwa</i>	1,485660	Tidak terjadi multikolinearitas
PROFIT	1,355614	Tidak terjadi multikolinearitas
SIZE	1,179721	Tidak terjadi multikolinearitas
TANGIB	1,102712	Tidak terjadi multikolinearitas
GROWTH	1,260986	Tidak terjadi multikolinearitas

Berdasarkan tabel 7 terlihat bahwa tidak ada variabel independen maupun variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai $VIF \geq 10$, jadi dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi tidak terjadi multikolinearitas.

3.4. Hasil Analisis Regresi Data Panel

3.4.1. Hasil Uji Parsial

Hasil estimasi data panel dengan *Fixed Effect Model* (FEM) yang sudah lolos uji asumsi klasik disajikan dalam tabel 8 berikut:

Tabel 8. Hasil Estimasi Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob
M/B <i>efwa</i>	-0,746803	-6,400756	0,0000
PROFIT	-2,172145	-4,687997	0,0000
SIZE	0,155228	2,962688	0,0045
TANGIB	0,145823	0,983237	0,3299
GROWTH	0,001840	1,286764	0,2037
<i>Adjusted R-squared</i>			0,536936
<i>Prob(F-statistic)</i>			0,000000

Berdasarkan hasil estimasi pada tabel 8 diperoleh nilai koefisien regresi *external finance weighted average market to book ratio* sebagai proksi *equity market timing* sebesar -0,746803. Variabel tersebut mempunyai t hitung sebesar -6,400756 dengan probabilitas sebesar 0,0000. Nilai signifikansi yang ditunjukkan lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 yang digunakan. Hal tersebut menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti bahwa *equity market timing* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Dari empat variabel kontrol yang digunakan dalam model penelitian terdapat dua variabel yang berpengaruh signifikan. Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal dengan koefisien sebesar -2,172145 dan nilai signifikansi 0,0000, di mana angka ini lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0,05. Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini dibuktikan dengan koefisien regresi sebesar 0,155228 dan nilai signifikansi sebesar 0,0045, lebih kecil daripada tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0,05. Sedangkan dua variabel kontrol lainnya yaitu *Tangibility* dan *Growth Opportunity* masing-masing tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal karena memiliki tingkat signifikansi hasil pengujian lebih besar dibandingkan tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0,05.

3.4.2. Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Berdasarkan hasil estimasi pada tabel 8 diketahui bahwa nilai probabilitas F-statistik sebesar 0,000000. Nilai signifikansi yang ditunjukkan lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,005 yang digunakan, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat *goodness of fit* dari model regresi yang digunakan.

3.4.3. Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Sesuai dengan tabel 8, dalam penelitian ini diperoleh nilai *Adjusted R²* sebesar 0,536936 yang berarti bahwa sebesar 53,69% variabel struktur modal dapat dijelaskan oleh variabel bebas dan variabel kontrol yaitu *equity market timing*,



profitabilitas, *size*, *tangibility*, dan *growth*, sedangkan sisanya 46,31% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model penelitian ini.

3.5. Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien *equity market timing* sebesar -0,746803 dengan probabilitas sebesar 0,0000, lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi 0,05. Oleh karena itu disimpulkan bahwa *external finance weighted average market to book ratio* yang merupakan proksi dari *equity market timing* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *market leverage* yang merupakan proksi dari struktur modal. Dengan demikian terdapat pengaruh negatif *equity market timing* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan akan memanfaatkan fluktuasi temporer dari *cost of equity* dan cenderung memilih pendanaan yang berasal dari ekuitas ketika *market to book ratio* perusahaan juga tinggi. Pada saat *market to book ratio* tinggi saham perusahaan dipersepsikan dinilai tinggi oleh investor sehingga memudahkan saham terjual apabila perusahaan melakukan penawaran perdana. Hasil ini berarti mendukung eksistensi teori *market equity timing*. Teori ini pada dasarnya mengungkapkan kecenderungan yang terjadi pada perusahaan untuk memanfaatkan momentum pasar pada saat melakukan penerbitan saham. Perusahaan lebih menyukai untuk menerbitkan ekuitas pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali ekuitas pada saat *market value* rendah (Ratih, 2021). Ketika *market value* tinggi (*overvalued*), maka perusahaan cenderung menerbitkan saham dibandingkan menerbitkan utang. Hal tersebut dilakukan karena dengan memanfaatkan *equity market timing* yang ditandai dengan nilai *market to book ratio* yang tinggi maka perusahaan akan mendapatkan hasil penjualan saham yang lebih baik 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 semakin menurun. Perilaku *market timing* yang dilakukan oleh manajer mengakibatkan perusahaan memiliki rasio utang rata-rata yang rendah dari perusahaan lain yang sejenis, perusahaan mampu membayar dividen lebih besar dan menjaga saldo kas lebih tinggi daripada perusahaan lain (Yang, 2013). Temuan ini sesuai dengan penelitian sebelumnya oleh Gomes et al. (2019), Zhao et al. (2020), Huang et al. (2021). Selain itu hasil ini juga mendukung penelitian sebelumnya di Indonesia yang dilakukan oleh Dhita et al. (2018), Pamungkas et al. (2019), Setiawan et al. (2020), Ratih (2021) yang juga mengidentifikasi adanya *market timing* dalam penerbitan saham perdana di Bursa Efek Indonesia.

Sedangkan pengujian atas variabel kontrol dalam model penelitian ini memiliki hasil yang berbeda-beda. Profitabilitas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian. Hasil ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi, lebih cenderung akan menggunakan pendanaan yang berasal dari internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Dengan demikian ketika tingkat profitabilitas perusahaan tinggi, maka tingkat *leverage* perusahaan akan menurun, hal tersebut terjadi karena perusahaan yang memiliki keuntungan tinggi akan cenderung memiliki dana internal yang juga tinggi untuk membiayai kegiatan perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian Dhita et al. (2018), Setiawan et al. (2020), Ratih (2021). *Size* atau ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian. Temuan ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang menggambarkan kemampuan suatu perusahaan yang sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga perusahaan dapat memanfaatkan kapasitas hutangnya yang tinggi dan mempengaruhi perubahan *leverage*. Dengan ini maka hasil yang diperoleh mendukung studi Setiawan et al. (2020). *Asset tangibility* tidak memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *leverage* selama periode penelitian. Hasil ini tidak sesuai dengan teori yang menyebutkan bahwa *asset tangibility* dari pihak peminjam merupakan salah satu faktor yang diperhatikan oleh pemberi pinjaman yang dapat digunakan sebagai jaminan apabila pihak peminjam *default* sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Selain itu juga tidak selaras dengan studi sebelumnya oleh Setiawan et al. (2020), Ratih (2021). *Growth opportunity* memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang dibanding dengan perusahaan dengan pertumbuhan lebih lambat.

4. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan metode analisis regresi data panel dengan pendekatan *fixed effect* menunjukkan bahwa *equity market timing* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia. Hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien regresi *market to book ratio* yang merupakan proksi dari *equity market timing* bernilai -0,746803 dengan probabilitas sebesar 0,0000, yang lebih kecil dibandingkan dengan tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 0,05. Dengan demikian hipotesis dalam penelitian ini dapat diterima. Penelitian ini masih mempunyai beberapa keterbatasan diantaranya terbatas menguji *equity market timing* pada kasus penawaran perdana. Selain itu penelitian ini dilakukan dengan mengambil sampel terbatas pada perusahaan sektor manufaktur, sehingga kesimpulan yang diperoleh tidak dapat digeneralisasikan pada semua sektor perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian selanjutnya dapat melakukan pengujian *equity market timing* dengan mengambil *corporate action* lain misalnya *right issue* sehingga dapat dibandingkan hasil yang diperoleh. Di samping itu penelitian selanjutnya dapat



dilakukan dengan mengambil sampel yang lebih luas sehingga dapat menggambarkan seluruh perusahaan di Bursa Efek Indonesia secara lebih baik dan menambahkan variabel kontrol lain yang kemungkinan memengaruhi struktur modal misalnya risiko bisnis dan struktur kepemilikan.

REFERENCES

- Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in International Business and Finance*, 44(July 2017), 297–308. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.098>
- Cagnazzo, A. (2022). Market-timing performance of mutual fund investors in emerging markets. *International Review of Economics and Finance*, 77(October 2021), 378–394. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.10.004>
- Dhita, S., Achsani, N. A., Sembel, R., & Purwanto, S. (2018). Equity market timing and capital structure: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Manajemen Teknologi*, 17(1), 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.05.007>
- Gomes, M. da C., Magnani, V. M., Albanez, T., & Valle, M. R. do. (2019). Effects of market timing on primary share issues in the Brazilian capital market. *North American Journal of Economics and Finance*, 49(May 2018), 361–377. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.03.022>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2010). *Essentials of Econometrics*. 4th Edition. McGraw-Hill Companies, Inc.
- Huang, Y., Uchida, K., Yu, X., & Zha, D. (2021). Market timing in private equity placements: Empirical evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 69(July), 101642. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101642>
- Husnan, S., & Pudjiastuti, E. (2015). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (Edisi Ketujuh). UPP STIM YKPN.
- Iyer, S., & Javadi, S. (2018). Beyond market timing theory. *Studies in Economics and Finance*, 35(4), 458–480. <https://doi.org/10.1108/SEF-09-2017-0245>
- Kisser, M., & Rapushi, L. (2022). Equity issues, creditor control and market timing patterns: Evidence from leverage decreasing recapitalizations. *Journal of Empirical Finance*, 67(273678), 196–216. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2022.03.007>
- Miswanto, M. (2013). Market timing dan pengaruhnya terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur Indonesia yang IPO Tahun 2000–2008. *Jurnal Siasat Bisnis*, 17(1), 69–79. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol17.iss1.art6>
- Muhammad, M., Ei Yet, C., Tahir, M., & Nasir, A. M. (2021). Capital structure of family firms: The effect of debt and equity market timing. *Journal of Family Business Management*, 11(1), 1–18. <https://doi.org/10.1108/JFBM-09-2019-0059>
- Pamungkas, W. S., Haryono, T., Djuminah, D., Bandi, B., & Setiawan, D. (2019). Equity market timing approach in IPO and rights issue of companies in Indonesia. *Journal of Accounting and Investment*, 20(3). <https://doi.org/10.18196/jai.2003131>
- Rakim, A. A. (2018). Peran market timing ekuitas, dan strategi korporasi dalam menentukan struktur modal perusahaan. *JSHP (Jurnal Sosial Humaniora Dan Pendidikan)*, 2(2), 143. <https://doi.org/10.32487/jshp.v2i2.480>
- Ratih, D. (2021). Equity market timing and capital structure: Evidence on post-IPO firms in Indonesia. *International Journal of Emerging Markets*, 16(2), 391–407. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-04-2018-0197>
- Setiawan, R., Anugrahani, A., & Airlangga, U. (2020). Analisis equity market timing dan struktur modal. *Sketsa Bisnis*, 7(1), 45–55.
- Thu Luu, Q., & Duong Dang, K. (2022). Trading behavior of institutional investors and CEO's market timing. *Asia Pacific Management Review*, xxx. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2022.03.002>
- Yang, B. (2013). Dynamic capital structure with heterogeneous beliefs and market timing. *Journal of Corporate Finance*, 22(1), 254–277. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.05.003>
- Yuliawati, T. (2016). Pengaruh nilai perusahaan yang diukur dengan market to book ratio terhadap struktur modal perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis: Performa*, 28–40. <https://ejournal.unisba.ac.id/index.php/performa/article/view/3511>
- Zavertiaeva, M., & Nechaeva, I. (2017). 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>
- Zhao, Y., Lee, C. F., & Yu, M. T. (2020). Does equity market timing have a persistent impact on capital structure? Evidence from China. *British Accounting Review*, 52(1), 100838. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.100838>