

# Jurnal Manajemen

VOLUME XVI/01/Februari/2012

ISSN : 1410 - 3583

Implikasi *Market Timing* Pada Struktur Modal Perusahaan  
✍️ C. Erna Susilawati

Pengaruh Kelompok Referensi Terhadap Perilaku Pembelian *Handphone*  
✍️ Rizal Edy Halim & Galuh Nikenpratiwi

Analisa Pengaruh Personalitas Merek Terhadap Asosiasi Merek  
(Studi Pada *Classic Coffee House* Di Semarang)  
✍️ Yenny Purwati & Monika Adelia

Pengaruh Budaya Organisasi, Kompetensi Dan Komitmen Pegawai Terhadap Kepuasan Kerja  
Serta Implikasinya Terhadap Kinerja Pegawai Negeri Sipil  
(Kasus Dinas Dan Badan Di Provinsi Jambi)  
✍️ Tetty Asnawi

Kepemimpinan "*Nudge*" Dalam Pengembangan Budaya Kerja Dosen  
(Studi Kualitatif Di Universitas Negeri Padang)  
✍️ Arwildayanto

Customer Satisfaction Analysis On Service Quality And Their Expectation  
(A Case Study Of Super Lane Bowling)  
✍️ Sedy Widjaja & Dewa Bagus Ghana

Pengaruh Profitabilitas, Efisiensi Dan Likuiditas Terhadap *Leverage* Perusahaan  
Sektor Industri Dasar Dan Kimia  
✍️ Indra Widjaja

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Pada Perusahaan Di Indonesia  
✍️ Farah Margaretha & Bayu Arga

Citra Toko Sebagai Prediktor Loyalitas Pelanggan Matahari *Department Store* Di Tangerang  
✍️ M. Tony Nawawi & Rodhiah

Instrumen Sifat Dan Kompetensi Antreprenur:  
Tinjauan Meta-Analisis Dengan Menggunakan Parameter Validitas Dan Reliabilitas  
✍️ Paula Tjatoerwidya Anggarina & Lerbin Aritonang

Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kepatuhan Wajib Pajak  
Perusahaan-Perusahaan Agribisnis  
✍️ Sakli Anggoro, Hermanto Siregar, Gumbira Sa'id, Fadhil Hasan

# Jurnal Manajemen

VOLUME XVI/01/Februari/2012

ISSN : 1410 - 3583

Implikasi *Market Timing* Pada Struktur Modal Perusahaan  
✍️ C. Erna Susilawati

Pengaruh Kelompok Referensi Terhadap Perilaku Pembelian *Handphone*  
✍️ Rizal Edy Halim & Galuh Nikenpratiwi

Analisa Pengaruh Personalitas Merek Terhadap Asosiasi Merek  
(Studi Pada *Classic Coffee House* Di Semarang)  
✍️ Yenny Purwati & Monika Adelia

Pengaruh Budaya Organisasi, Kompetensi Dan Komitmen Pegawai Terhadap Kepuasan Kerja  
Serta Implikasinya Terhadap Kinerja Pegawai Negeri Sipil  
(Kasus Dinas Dan Badan Di Provinsi Jambi)  
✍️ Tetty Asnawi

Kepemimpinan "*Nudge*" Dalam Pengembangan Budaya Kerja Dosen  
(Studi Kualitatif Di Universitas Negeri Padang)  
✍️ Arwildayanto

Customer Satisfaction Analysis On Service Quality And Their Expectation  
(A Case Study Of Super Lane Bowling)  
✍️ Sedy Widjaja & Dewa Bagus Ghana

Pengaruh Profitabilitas, Efisiensi Dan Likuiditas Terhadap *Leverage* Perusahaan  
Sektor Industri Dasar Dan Kimia  
✍️ Indra Widjaja

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Pada Perusahaan Di Indonesia  
✍️ Farah Margaretha & Bayu Arga

Citra Toko Sebagai Prediktor Loyalitas Pelanggan Matahari *Department Store* Di Tangerang  
✍️ M. Tony Nawawi & Rodhiah

Instrumen Sifat Dan Kompetensi Antreprenur:  
Tinjauan Meta-Analisis Dengan Menggunakan Parameter Validitas Dan Reliabilitas  
✍️ Paula Tjatoerwidya Anggarina & Lerbin Aritonang

Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kepatuhan Wajib Pajak  
Perusahaan-Perusahaan Agribisnis  
✍️ Sakli Anggoro, Hermanto Siregar, Gumbira Sa'id, Fadhil Hasan

# JURNAL MANAJEMEN

VOLUME XVI/01/Februari/2012

ISSN : 1410-3583

---

Terbit Tiga kali setahun pada bulan Februari, Juni dan Oktober. Berisi tulisan yang diangkat dari hasil penelitian dan kajian analisis-krisis di bidang Ilmu Manajemen.

**Pelindung**

Rektor Universitas Tarumanagara

**Penanggungjawab**

Sukrisno Agoes

**Ketua Koordinator Penyunting**

Nizam Jim Wiryawan

**Anggota Penyunting**

Herman Ruslim

Suparman Ibrahim Abdullah

Ishak Ramli

Herlina Budiono

**Penyunting Kehormatan (Mitra Bestari)**

Bambang Purwoko

Bilmar Parhusip

Rudy C. Tarumingkeng

Pantja Jati

Pasaman Silaban

Sofia S.

Riorini Sri Vandayuli

**Staf Administrasi**

Christina Catur Widya

Ni Made Manik

Alamat Penyunting dan Tata Usaha: Sekretariat Jurnal Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta, Kampus II Gedung B Lantai 3, Jln. Tanjung Duren Utara No. 1 Jakarta Barat 11470 Telepon (021) 5655508-10-14-15 pesawat 0327 dan Fax. (021)5655512. email: [maksi@tarumanagara.ac.id](mailto:maksi@tarumanagara.ac.id) atau: [christinewijaya73@yahoo.co.id](mailto:christinewijaya73@yahoo.co.id)

---

Jurnal Manajemen diterbitkan sejak bulan Juli 1997 oleh Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta.

---

Jurnal Manajemen telah **Terakreditasi B** berdasarkan Keputusan Dirjen Dikti No: 83/DIKTI/Kep/2009.

---

Dicetak di Percetakan Candi Mas Metropole- Jakarta. Isi di luar tanggung jawab Percetakan

IMPLIKASI MARKET TIMING PADA STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

*C. Erna Susilawati*

.....

1-16

PENGARUH KELOMPOK REFERENSI TERHADAP PERILAKU  
PEMBELIAN HANDPHONE

*Rizal Edy Halim & Galuh Nikenpratiwi*

.....

17-29

ANALISA PENGARUH PERSONALITAS MEREK TERHADAP ASOSIASI  
MEREK (Studi Pada *Classic Coffee House* di Semarang)

*Yenny Purwati & Monika Adelia*

.....

30-41

PENGARUH BUDAYA ORGANISASI, KOMPETENSI DAN KOMITMEN  
PEGAWAI TERHADAP KEPUASAN KERJA SERTA IMPLIKASINYA  
TERHADAP KINERJA PEGAWAI NEGERI SIPIL

(Kasus Dinas dan Badan di Provinsi Jambi)

*Tetty Asnawi*

.....

42-49

KEPEMIMPINAN "NUDGE" DALAM PENGEMBANGAN BUDAYA KERJA  
DOSEN (Studi Kualitatif di Universitas Negeri Padang)

*Arwildayanto*

.....

50-66

CUSTOMER SATISFACTION ANALYSIS ON SERVICE QUALITY AND  
THEIR EXPECTATION (A Case Study of Super Lane Bowling)

*Sendy Widjaja & Dewa Bagus Ghana*

.....

67-78

PENGARUH PROFITABILITAS, EFISIENSI DAN LIKUIDITAS TERHADAP  
LEVERAGE PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI DASAR DAN KIMIA

*Indra Widjaja*

.....

79-89

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN PEMBAYARAN  
DIVIDEN PADA PERUSAHAAN DI INDONESIA

90-100

*Farah Margaretha & Bayu Arga*

.....

CITRA TOKO SEBAGAI PREDIKTOR LOYALITAS PELANGGAN  
MATAHARI DEPARTMENT STORE DI TANGERANG

101-117

*M. Tony Nawawi & Rodhiah*

.....

INSTRUMEN SIFAT DAN KOMPETENSI ANTREPRENUR: TINJAUAN  
META-ANALISIS DENGAN MENGGUNAKAN PARAMETER VALIDITAS  
DAN RELIABILITAS

118-128

*Paula Tjatoerwidya Anggarina & Lerbin Aritonang*

.....

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEPATUHAN  
WAJIB PAJAK PERUSAHAAN-PERUSAHAAN AGRIBISNIS

129-139

*Sakli Anggoro, Hermanto Siregar, Gumbira Sa'id, Fadhil  
Hasan*

.....

---

# IMPLIKASI *MARKET TIMING* PADA STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

C. Erna Susilawati

Dosen Fakultas Bisnis Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya

Email: [erna\\_msi@yahoo.com](mailto:erna_msi@yahoo.com)

**Abstract:** Equity market timing appears to be an important aspect of real corporate financial policy. Many corporate financing decisions depend on market valuation. Firm tend to issue equity instead of debt when market value is high and repurchase equity when market value is low. Issue equity and repurchase equity are component of capital structure. This paper investigate the implied of market timing to capital structure in Indonesian companies. The main finding is market timing effect capital structure. Although the effect is not persistent in the long run, market timing has short run impact of capital structure in Indonesian companies.

**Keywords:** Market timing, capital structure and mispricing

**Abstrak:** *Market timing* ekuitas merupakan aspek penting dalam kebijakan pendanaan perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan seringkali tergantung pada penilaian pasar. Perusahaan cenderung meng-*issue* ekuitas dibandingkan hutang pada saat nilai pasarnya tinggi dan membeli ekuitas pada saat harga pasar rendah. Meng-*issue* ekuitas dan membeli ekuitas merupakan komponen dari struktur modal. Penelitian ini mencoba menunjukkan implikasi *market timing* terhadap struktur modal pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal. Meskipun begitu, pengaruh tersebut tidak persisten dalam jangka panjang. Pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, *market timing* hanya berpengaruh terhadap struktur modal dalam jangka pendek.

**Kata Kunci:** *Market timing*, struktur modal dan *mispricing*

## PENDAHULUAN

Perilaku investor merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan oleh perusahaan dalam pengambilan keputusan. Selama ini investor diasumsikan selalu bertindak secara rasional, akan tetapi pada kenyataannya investor sering berlaku tidak rasional sehingga menyebabkan terjadinya *mispricing*. Telah banyak penelitian yang menunjukkan *mispricing* dapat dan telah terjadi seperti dikutip oleh Baker, Rubeck and Wurgler (2004). Meskipun masih banyak perdebatan, *mispricing* sering diukur dengan menggunakan *market to book ratio*. Semakin tinggi *market to book ratio* berarti terjadi *overvalued* terhadap nilai perusahaan dan sebaliknya. Hal tersebut ditunjukkan dengan penelitian Fama and Fench (2002) bahwa *market to book ratio* berhubungan terbalik dengan *future return*. Perilaku investor yang tidak rasional akan membentuk harga sekuritas di pasar modal dan *mispricing* tercermin dalam *market to book ratio* perusahaan.

*Mispricing* yang terjadi sebagai akibat perilaku investor yang tidak rasional, dapat dimanfaatkan oleh manajer dengan *market timing*. *Market timing* merupakan aktivitas meng *issue* ekuitas pada saat harga pasar tinggi dan membeli kembali pada saat harga

pasar rendah. Tujuannya adalah untuk mengambil manfaat dari adanya fluktuasi biaya ekuitas. Hal ini berbeda dengan teori Modigliani and Miller (1958) yang menyatakan bahwa di pasar modal yang sempurna dan efisien tidak terdapat keuntungan yang dapat diperoleh dari adanya perubahan ekuitas dan hutang. Sebaliknya di pasar modal yang tidak efisien keuntungan *market timing* diperoleh pada waktu meng-*issue* ekuitas dan pada saat *repurchased*.

Aktivitas meng-*issue* ekuitas dan aktivitas *repurchased* sangat berhubungan erat dengan struktur modal, karena ekuitas merupakan salah satu komponen dalam struktur modal. Menurut Baker and Wurgler (2002), pada prakteknya *market timing* memang menjadi suatu aspek yang cukup penting dalam kebijakan pendanaan perusahaan. Hasil analisis tentang keputusan pendanaan yang dilakukan oleh Hovakimian, Opler and Titman (2001) menunjukkan bahwa perusahaan cenderung meng-*issue* ekuitas daripada *debt* pada saat harga pasar tinggi secara relatif terhadap nilai buku dan harga pasar masa lalu. Sebaliknya perusahaan cenderung membeli kembali ekuitasnya pada saat harga pasar turun. Selain itu pentingnya *market timing* dalam kebijakan pendanaan juga ditunjukkan dalam penelitian Lougran and Ritter (1995) dan Jegadeesh (2000). Hasil survei yang dilakukan oleh Graham and Harvey (2001) menemukan bahwa dua pertiga CEO yang disurvei setuju bahwa *overvalued* atau *undervalued* saham menjadi pertimbangan yang sangat penting dalam meng-*issue* ekuitas. Selain itu menurut Baker, Rubeck and Wurgler (2004) dalam pasar dimana investor memiliki perilaku yang tidak rasional, manajer dapat mengambil manfaat *mispricing* dengan menyeimbangkan tiga tujuan yaitu: memaksimalkan *fundamental value*, memaksimalkan harga pasar saat ini dengan *catering* dan *market timing*.

Investor di pasar modal Indonesia juga menunjukkan perilaku tidak rasional, hal ini dibuktikan dalam penelitian yang dilakukan Susiyanto (2002) dan Sartono (2002). Dalam penelitian tersebut ditunjukkan terjadi *overreaction* investor dalam menyikapi suatu informasi dan membuktikan bahwa pasar modal Indonesia tidak efisien. *Overreaction* investor mengindikasikan terjadi *mispricing*. Penelitian ini mencoba mengetahui apakah perusahaan di Indonesia juga memanfaatkan *mispricing* dan apakah implikasi *market timing* terindikasi dalam struktur modal melalui *net equity issue*.

Berdasarkan penelitian Susiyanto (2002) dan Sartono (2002) yang menyatakan bahwa pasar modal Indonesia mengalami *overreaction*, maka dapat dikatakan telah terjadi *mispricing* di pasar modal Indonesia. *Mispricing* dapat dimanfaatkan manajer dengan *market timing*. Tujuannya adalah untuk mengambil keuntungan dari terjadinya fluktuasi *cost of equity*. Hal ini karena menurut Baker and Wurgler (2002) di pasar modal yang tidak efisien keuntungan *market timing* dapat diperoleh saat perusahaan meng-*issue* ekuitas pada harga pasar tinggi dan saat perusahaan melakukan *repurchased* pada harga pasar rendah. Aktivitas meng-*issue* ekuitas dan aktivitas *repurchased* sangat berhubungan erat dengan struktur modal, karena ekuitas merupakan salah satu komponen struktur modal.

Dalam beberapa penelitian *mispricing* sering diukur menggunakan *market to book ratio* yang juga menjadi *market timing* bagi perusahaan untuk meng-*issue* ekuitas jika *market to book ratio*-nya tinggi dan membeli ekuitas tersebut jika *market to book ratio*-nya rendah. Berdasarkan latar belakang diatas maka permasalahan yang disajikan dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah *market to book ratio* mempengaruhi struktur modal melalui *net equity issue* sebagai implikasi dari *market timing*; (2) Apakah dalam jangka

panjang *market to book ratio* masih memiliki *explanatory power* untuk menjelaskan perubahan struktur modal perusahaan

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan yang diangkat, penelitian ini **bertujuan** untuk mengetahui apakah perusahaan di Indonesia memanfaatkan *mispricing* untuk mendapatkan keuntungan dari adanya fluktuasi *cost of equity* dan untuk mengetahui seberapa lama dampak dari *market timing* berpengaruh terhadap struktur modal.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat berupa pemahaman bahwa perilaku *irrational investor* dapat memberikan manfaat bagi perusahaan dan menjadi aspek penting dalam struktur modal sehingga perlu dipertimbangkan dalam pengambilan kebijakan pendanaan perusahaan.

**Mispricing dan Market Timing.** *Mispricing* terjadi di pasar modal sebagai akibat dari perilaku *irrational investor*. *Overreaction* atau *underreaction* investor dalam merespon suatu informasi menyebabkan terjadinya *mispricing*. *Overreaction* investor terhadap informasi di pasar modal telah banyak dibuktikan. Dan menurut Baker, Rubeck dan Wurgler (2004) banyak penelitian yang menunjukkan dapat dan telah terjadinya *mispricing*. Pembuktian dari beberapa penelitian tersebut memberikan penjelasan tentang terjadinya *mispricing*.

Perilaku *irrational investor* yang terindikasi dari adanya *mispricing* dapat memberikan manfaat bagi perusahaan. Terjadinya *mispricing* dapat dimanfaatkan untuk menyeimbangkan 3 tujuan menurut Baker, Rubeck and Wurgler (2004) yaitu (1) memaksimalkan nilai fundamental dengan memilih dan mendanai proyek yang akan meningkatkan *future cash flow* (2) *Catering* yaitu melakukan suatu aktivitas pada saat terjadi *mispricing* untuk meningkatkan harga pasar ekuitas pada saat itu dan (3) *market timing* yaitu memanfaatkan terjadinya fluktuasi biaya ekuitas akibat terjadinya *mispricing* dengan cara meng-*issue* ekuitas pada saat harga tinggi dan membeli kembali pada waktu harga rendah.

Aktivitas pada *market timing* merujuk pada aktivitas mengambil keuntungan dari terjadinya fluktuasi biaya ekuitas yang bersifat temporer. Ekuitas merupakan satu komponen utama dalam struktur modal. Dan pada prakteknya *market timing* merupakan aspek penting dalam keputusan pendanaan perusahaan. Hasil analisis tentang keputusan pendanaan yang dilakukan oleh Hovakimian, Opler and Titman (2001) menunjukkan bahwa perusahaan cenderung meng-*issue* ekuitas daripada *debt* pada saat harga pasar tinggi secara relatif terhadap nilai buku dan harga pasar masa lalu. Sebaliknya perusahaan cenderung membeli kembali ekuitasnya pada saat harga pasar turun. Selain itu pentingnya *market timing* dalam kebijakan pendanaan juga ditunjukkan dalam penelitian Lougran and Ritter (1995) dan Jegadeesh (2000). Hasil survai yang dilakukan oleh Graham and Harvey (2001) menemukan bahwa dua pertiga CEO yang disurvei setuju bahwa *overvalued* atau *undervalued* saham menjadi pertimbangan yang sangat penting dalam meng-*issue* ekuitas. Dari beberapa penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa *market timing* cukup penting sebagai salah satu faktor untuk menjelaskan struktur modal perusahaan.

Sejak Modigliani and Miller (1958) mengenalkan modern *theory* tentang struktur modal, dimana dalam pasar modal yang sempurna dan efisien struktur modal *irrelevant*. Sejak saat itu mulai banyak usaha untuk mempelajari struktur modal dan implikasinya. Beberapa teori struktur modal yang saat ini banyak dikenal adalah *trade-off theory*, *pecking order theory* dan *market timing theory* Cai and Zang (2005).

**Trade-off Theory.** Dalam *trade-off* model perusahaan berusaha menyeimbangkan biaya pendanaan menggunakan ekuitas dan hutang. *Trade-off theory* menentukan struktur modal optimal berdasarkan *marginal cost of debt* akan sama dengan *marginal cost of equity*, dengan menambahkan beberapa karakteristik termasuk biaya transaksi, pajak yang dihubungkan dengan keuntungan dan biaya, biaya financial *financial* dan biaya keagenan [(Cai and Zang (2005)). Tingginya pajak dividen mengindikasikan tingginya hutang perusahaan dan tingginya biaya *financial* menunjukkan tingginya ekuitas. Dalam *agency problem*, terlalu banyak ekuitas akan mendorong terjadinya *free cash flow*, sehingga menimbulkan *conflict of interest* antara manajer dan *shareholder* [Jensen (1986)]. Sedangkan terlalu banyak hutang menurut Jensen and Meckling (1976) akan menyebabkan terjadinya *asset substitution* dan menimbulkan konflik antara manajer dan *bondholder*.

Menurut Baker and Wurgler (2002), *market to book ratio* dapat dihubungkan dengan beberapa elemen dari *trade-off theory*. Terutama dengan biaya *financial*. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan dan kesempatan investasi yang tinggi akan mengalami kerugian apabila terlalu banyak tergantung pada hutang untuk mendapatkan modal baru. Sehingga *trade-off theory* memprediksi bahwa, struktur modal akan segera menyesuaikan apabila terjadi perubahan *market to book ratio* [Rajan and Zingales (1995)]. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Baker and Wurgler (2002) yang menunjukkan bahwa variasi *market to book ratio* memiliki dampak pada periode yang panjang terhadap struktur modal dan variasi *market to book* masa lalu lebih mempengaruhi tingkat hutang pada periode tertentu dibandingkan *market to book* saat ini.

**Pecking order Theory.** *Pecking order theory* dikembangkan oleh Myer (1984) dan Myer and Majulf (1984). Teori tersebut dibangun dengan dilatar belakangi oleh adanya *asymmetric information* antara perusahaan dengan investor. Menurut Myer (1984) tidak ada struktur modal yang optimal. Atau lebih tepat jika suatu struktur modal adalah optimal, maka biaya dari penyimpangan struktur modal tersebut tidak signifikan dibandingkan dengan biaya yang harus dikeluarkan karena terjadinya peningkatan biaya untuk pendanaan dari luar (*external financing*) [lihat Baker and Wurgler (2002)]. Peningkatan *external financing* sangat mahal karena manajer memiliki informasi lebih banyak tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor dan investor mengetahui akan hal ini. Menurut Myer and Majulf (1984) mengetahui hal tersebut, investor yang *rasional* akan *men-discount* harga sahamnya pada saat manajer *men-issue* ekuitas dari pada *men-issue debt*. Untuk menghindari *price discount*, manajer sedapat mungkin menghindari menggunakan sumber dana yang berasal dari ekuitas, sehingga perusahaan lebih memilih mendanai proyek baru menggunakan laba ditahan, kemudian hutang dan terakhir baru menggunakan ekuitas.

Dalam *pecking order theory*, *market to book ratio* merupakan ukuran untuk *investment opportunity*. Menurut Fama and French (2000) berdasarkan *pecking order theory* dengan versi statis, pada saat perusahaan memiliki kesempatan investasi yang tinggi, perusahaan akan cenderung meningkatkan tingkat hutangnya. Berbeda dengan teori tersebut berdasar hasil penelitian Baker and Wurgler (2002), variasi *market to book* yang dalam *pecking order* diartikan sebagai *opportunity investment* cenderung menurunkan tingkat hutang perusahaan.

Sedangkan menurut Myer (1984) menggunakan versi yang dinamis, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, mengurangi tingkat hutangnya untuk menghindari

peningkatan ekuitas, dan cenderung meningkatkan *retained earning*. Tetapi penelitian Baker and Wurgler (2002) menunjukkan peningkatan *market to book* akan mengurangi *leverage* melalui *equity issue*, bukan karena *retained earning*.

**Market Timing Theory.** Teori yang berhubungan dengan *market timing*, dimotivasi oleh fakta bahwa saham menjadi *underperformance* setelah perusahaan meng-*issue* saham baru seperti dikatakan Stein (1996). Secara sederhana Baker and Wurgler (2002) mengatakan bahwa struktur modal merupakan hasil komulatif dari usaha dimasa lalu dengan perhatian pada *timing*, di pasar ekuitas. Terdapat dua versi tentang *equity market timing*. Yang pertama adalah bentuk dinamis dari Myer and Majluf (1984) dengan asumsi manajer dan investor *rasional* dan *adverse selection cost* yang bervariasi antar waktu dan antar perusahaan. Dari versi ini penelitian Baker and Wurgler (2002) menunjukkan bahwa fluktuasi temporer dari *market to book ratio* mengukur variasi *adverse selection*. Jika biaya penyimpangan dari struktur modal optimal lebih kecil dibanding variasi biaya saat meng-*issue* ekuitas, maka variasi *market to book* masa lalu dapat punya pengaruh jangka panjang.

Versi yang kedua, *market timing* dengan melibatkan *irrational investor* dan adanya *mispricing* yang bervariasi antar waktu. Manajer akan meng-*issue* ekuitas pada saat biayanya rendah secara tidak wajar dan membeli kembali pada saat biaya ekuitas tinggi juga secara tidak wajar. Menurut La Porta (1996) dan Shleifer and Vishny (1997), *market to book* berhubungan dengan return ekuitas di masa depan dan nilai *market to book* yang *extreme* berhubungan dengan ekspektasi investor yang juga *extreme*. Jika manajer mengambil manfaat dari ekspeksti investor yang *extreme* ini maka *net equity issue* akan berhubungan positif dengan *market to book*. Apabila tidak ada struktur modal yang optimal, manajer tidak perlu mengembalikan keputusannya pada saat nilai perusahaan sudah normal dan kembali seperti semula, sehingga fluktuasi temporer dari *market to book* akan memiliki pengaruh yang permanen [Baker and Wurgler (2002)].

**Pengembangan Hipotesis 1: *Market to book* dan Struktur Modal.** Telah banyak penelitian yang menunjukkan *mispricing* dapat dan telah terjadi [Baker, Ruback and Wurgler (2004)]. Meskipun masih banyak perdebatan, *mispricing* sering diukur dengan menggunakan *market to book ratio*. Terjadinya *mispricing* dapat dimanfaatkan oleh perusahaan melalui *market timing*, yaitu aktivitas mengambil keuntungan dari terjadinya fluktuasi biaya ekuitas yang bersifat temporer. Ekuitas merupakan satu komponen utama dalam struktur modal. Dan pada prakteknya *market timing* merupakan aspek penting dalam keputusan pendanaan perusahaan [Hovakimian, Opler and Titman (2001)], Lougran and Ritter (1995) dan Jegadeesh (2000), Graham and Harvey (2001).

Berdasarkan *Trade-off theory*, struktur modal akan segera menyesuaikan apabila terjadi perubahan *market to book ratio* Rajan and Zingales (1995) dan Barclay, Smith and Watts (1995). Sedangkan menurut Fama and French (2002) berdasarkan *pecking order theory* dengan versi statis, pada saat perusahaan memiliki kesempatan investasi yang tinggi, perusahaan akan cenderung meningkatkan tingkat hutangnya dan menurut Myer (1984) menggunakan versi yang dinamis, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, mengurangi tingkat hutangnya untuk menghindari peningkatan ekuitas, dan cenderung meningkatkan *retained earning*. Berbeda dengan teori tersebut hasil penelitian Baker and Wurgler (2002), variasi *market to book* yang dalam *pecking order* diartikan sebagai *opportunity investment* cenderung menurunkan tingkat hutang perusahaan dan perusahaan cenderung meng-*issue* ekuitas dan peningkatan *market to book* akan mengurangi *leverage*

melalui *equity issue*, bukan melalui *retained earning*. Hal ini disebabkan karena fluktuasi *cost of equity* yang bersifat temporer sebagai akibat terjadinya *mispicing*.

**Hipotesis 1:** *Market timing* yang ditunjukkan dengan *market to book ratio* mempengaruhi struktur modal melalui *net equity issue*

**Pengembangan Hipotesis 2: Dampak *Market to book ratio* Dalam Jangka Panjang**  
*Trade-off theory* memprediksi bahwa, struktur modal akan segera menyesuaikan apabila terjadi perubahan *market to book ratio* [Rajan dan Zingales (1995)]. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Baker and Wurgler (2002) yang menunjukkan bahwa variasi *market to book ratio* memiliki dampak pada periode yang panjang terhadap struktur modal dan variasi *market to book* masa lalu lebih mempengaruhi tingkat hutang pada periode tertentu dibandingkan *market to book* saat ini.

Berdasar *market timing theory*, fluktuasi temporer dari *market to book ratio* mengukur variasi *adverse selection*. Jika biaya penyimpangan dari struktur modal optimal lebih kecil dibandingkan variasi biaya saat meng-*issue* ekuitas, variasi *market to book* masa lalu dapat memiliki pengaruh dalam jangka panjang [Baker and Wurgler (2002)]. Jika manajer mengambil manfaat dari ekspeksti *irrational investor* yang *extreme* maka *net equity issue* akan berhubungan positif dengan *market to book* [Shleifer and Vishny (1997)]. Menurut Baker and Wurgler (2002) apabila tidak ada struktur modal optimal, manajer tidak perlu mengembalikan keputusannya pada saat nilai perusahaan sudah normal sehingga fluktuasi temporer *market to book* memiliki pengaruh permanen.

**Hipotesis 2:** *Market to book ratio* memiliki pengaruh jangka panjang terhadap struktur modal perusahaan.

## METODE

**Data.** Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang tercatat di BEJ mulai tahun 1994 dan memiliki data saat melakukan IPO dan data laporan keuangan yang lengkap selama 5 tahun berturut-turut. Perusahaan yang berasal dari industri perbankan dan keuangan dikeluarkan dari sampel karena laporan keuangan dari industri tersebut memiliki karakteristik yang berbeda. Periode penelitian adalah tahun 2001-2005. Semua perusahaan yang memiliki data lengkap sesuai dengan kriteria yang digunakan dalam penelitian ini akan masuk menjadi sampel.

Saat melakukan IPO menjadi faktor penting dalam penelitian ini karena berguna untuk pengujian perilaku struktur modal melalui perubahan tingkat *leverage*-nya disekitar IPO, dan berguna untuk melihat evolusi struktur modal dari suatu strating point yang tetap. Selain itu IPO berhubungan erat dengan keputusan pendanaan perusahaan yang berimplikasi terhadap *market to book ratio*. Periode 5 tahun diambil sebagai indikator horison waktu untuk melihat dampak *market to book* pada struktur modal dalam jangka panjang.

**Definisi Operasional 1: *Market to book ratio*.** Merupakan ukuran dari *market timing*. Semakin tinggi *market to book* mencerminkan *market timing* untuk meng-*issue* ekuitas dan sebaliknya.

$$M/B = (\text{Asset- nilai buku ekuitas} + \text{nilai pasar ekuitas}) / \text{asset} \quad (1)$$

**Definisi Operasional 2: Struktur modal.** Komponen dalam struktur modal didefinisikan sebagai ekuitas, hutang dan laba ditahan. Ukuran dari komponen-komponen tersebut adalah:

Nilai buku hutang = Total Asset – nilai buku ekuitas

Nilai buku ekuitas = Total asset - (total liabilities + preferred stock + deferred taxes + convertible bond)

Nilai buku *leverage* = nilai buku hutang / Total aset

Nilai pasar *leverage* = nilai buku hutang / (total asset – (nilai buku ekuitas dan nilai pasar ekuitas))

Niali pasar ekuitas = jumlah saham beredar x harga

Net equity *issue* ( $e/A$ ) = ( $\Delta$  nilai buku ekuitas –  $\Delta$  laba ditahan) / Total Asset

Newly retain earning ( $\Delta RE/A$ ) =  $\Delta$  laba ditahan / Total Asset

Net *debt issue* ( $d/A$ ) = residual  $\Delta$  asset / total asset

**Definisi Operasional 3: Variabel kontrol.** Penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol yang sudah digunakan oleh Rajan and Zingales (1995) sebagai variabel yang mempengaruhi perubahan *leverage* perusahaan: (1) Asset tangible (PPE) = tanah, gedung dan peralatan atau Plant, Properties and equipment; (2) Profitability (EBITDA)= laba sebelum bunga, pajak dan depresiasi; (3) Size (ukuran perusahaan= S) = log dari totalpenjualan.

Semua nilai dalam komponen tersebut akan diambil dari laporan keuangan perusahaan.

**Model Analisis.** Untuk menguji hipotesis yang diajukan, akan digunakan model *ordinary least square* (OLS). Model tersebut merupakan model linear yang berguna untuk melihat hubungan dan pengaruh variabel independen dan variabel dependen. Persamaan-persamaan yang akan diestimasi disesuaikan dengan hipotesis yang diajukan.

**Model untuk Pengujian Hipotesis 1.** Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *market to book ratio* mempengaruhi struktur modal melalui net equity *issue* sebagai implikasi dari *market timing*, akan diuji dengan 2 tahap.

1. Tahap yang pertama dilakukan regresi *market to book ratio* sebagai variabel independen dan perubahan *leverage* sebagai variabel dependen. Dalam regresi ini digunakan beberapa variabel kontrol seperti yang digunakan dalam penelitian Rajan and Zingales (1995) yaitu: tangible asset, profitability dan ukuran perusahaan.

Model ditunjukkan dalam persamaan berikut:

$$\left(\frac{D}{A}\right)_t - \left(\frac{D}{A}\right)_{t-1} = a + b\left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + c\left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + d\left(\frac{EBITDA}{A}\right)_{t-1} + e \log(S)_{t-1} \quad (2)$$

a. Tahap berikutnya untuk mengetahui apakah pengaruh *market to book* mempengaruhi struktur modal, perubahan *leverage* disusun kembali menjadi:

$$\left(\frac{D}{A}\right)_t - \left(\frac{D}{A}\right)_{t-1} = -\left[\left(\frac{E}{A}\right)_t - \left(\frac{E}{A}\right)_{t-1}\right] = -\left(\frac{E}{A}\right)_t - \left(\frac{\Delta RE}{A}\right)_t - \left[E_{t-1}\left(\frac{1}{A_t} - \frac{1}{A_{t-1}}\right)\right] \quad (3)$$

Sehingga akan dilakukan 3 kali regresi masing-masing dengan dependen variabel *net equity issue*, *retained earning* dan pertumbuhan aset:

Masing-masing model ditunjukkan dalam persamaan berikut:

$$(a) \quad \left(\frac{E}{A}\right)_t = a + b\left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + c\left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + d\left(\frac{EBITDA}{A}\right)_{t-1} + e \log(S)_{t-1} \quad (4)$$

$$(b) \quad \left(\frac{\Delta RE}{A}\right)_t = a + b\left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + c\left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + d\left(\frac{EBITDA}{A}\right)_{t-1} + e \log(S)_{t-1} \quad (5)$$

$$(c) \quad E_{t-1}\left(\frac{1}{A_t} - \frac{1}{A_{t-1}}\right) = a + b\left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + c\left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + d\left(\frac{EBITDA}{A}\right)_{t-1} + e \log(S)_{t-1} \quad (6)$$

**Model untuk pengujian hipotesis 2.** Hipotesis yang ke dua menyatakan bahwa *market to book ratio* memiliki pengaruh jangka panjang terhadap struktur modal. Untuk menguji hipotesis tersebut digunakan rata-rata tertimbang dari *market to book ratio* masa lalu ( $M/B_{wa}$ ) dengan rumus:

$$\left(\frac{M}{B}\right)_{wa,t-1} = \frac{\sum_{s=0}^{t-1} e_s + d_s}{\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r} \cdot \left(\frac{M}{B}\right)_s \quad (7)$$

Kemudian untuk menunjukkan kekuatan pengaruh variasi *market to book* masa lalu ini dalam menjelaskan struktur modal pada periode tertentu ditunjukkan melalui 3 model dengan variabel dependen adalah tingkat hutang perusahaan di masa yang akan datang. Rata-rata tertimbang *market to book* dalam model ini mengukur variasi *market to book* masa lalu yang diharapkan dapat menjelaskan perubahan struktur modal pada periode tertentu. Model yang diuji ditunjukkan dengan 3 persamaan di bawah ini:

$$a. \quad \left(\frac{D}{A}\right)_{t+1} = a_1 + b_1\left(\frac{M}{B}\right)_{wa,t} + c_1\left(\frac{M}{B}\right)_t + d_1\left(\frac{PPE}{A}\right)_t + e_1\left(\frac{EBITDA}{A}\right)_t + f_1 \log(S)_t \quad (8)$$

$$b. \quad \left(\frac{D}{A}\right)_{t+\tau} = a_2 + b_2\left(\frac{M}{B}\right)_{wa,t} + c_2\left(\frac{M}{B}\right)_t + d_2\left(\frac{PPE}{A}\right)_t + e_2\left(\frac{EBITDA}{A}\right)_t + f_2 \log(S)_t \quad (9)$$

$$c. \quad \left(\frac{D}{A}\right)_{t+\tau} = a_3 + b_3\left(\frac{M}{B}\right)_{wa,t} + c_3\left(\frac{M}{B}\right)_{t+\tau-1} + d_3\left(\frac{PPE}{A}\right)_{t+\tau-1} + e_3\left(\frac{EBITDA}{A}\right)_{t+\tau-1} + e_3 \log(S)_{t+\tau-1} \quad (10)$$

Dari model ini, apabila  $b_2$  dan  $b_3$  memiliki nilai yang lebih signifikan dibandingkan dengan nilai koefisien dari variabel yang lain maka dapat dikatakan *market to book ratio* memiliki pengaruh terhadap struktur modal dalam jangka panjang dan pengaruhnya relatif konstan.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

**Statistik Diskriptif.** Statistik diskriptif berguna untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan didalam penelitian. Data yang dikumpulkan berasal dari 20 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1994. Pemilihan sampel didasarkan pada kelengkapan data dari setiap perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1994. Data yang terkumpul kemudian dibentuk sesuai dengan variabel-variabel yang akan digunakan dan kemudian

diolah dengan menggunakan program Eviews. Daftar perusahaan yang terpilih menjadi sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 1 berikut ini:

**Tabel 1.** Kode Perusahaan yang menjadi sampel penelitian

No	Kode Perusahaan	No	Kode Perusahaan
1	ADES	11	DVLA
2	AKRA	12	FASW
3	ASI	13	INAI
4	BIMA	14	JRPT
5	CMPP	15	KARW
6	CTRA	16	LMPI
7	DAVO	17	LPPS
8	DUTI	18	MAMI
9	INDF	19	MBAI
10	ISAT	20	MEDC

**Sumber:** Bursa Efek Indonesia

Sedangkan karakteristik data untuk setiap variabel dapat dilihat pada tabel 2 yang menunjukkan rentang data dari minimal sampai maksimal dan standar deviasi dari data untuk setiap variabel. Data yang ditampilkan dalam tabel 2. Ditunjukkan secara *pooling* untuk 20 perusahaan selama 5 tahun.

**Tabel 2.** Diskriptif statistik

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
total ASSET	100	56524	27872467	3051085	5672898,35
NB Ekuitas	100	-939806	13184592	1086930	2509660,07
liabilities	100	18884	14523425	1911184	3347434,13
laba ditahan	100	-1911600	11775192	472753,17	2186980,57
harga saham	100	10	15000	1005,82	2175,73
jml saham	100	54000000	1,1E+10	1,6E+09	2490291554
PPE	100	40	17243176	1247511	2818877,57
EBITDA	100	-915983	2382758	219314,31	579040,41
SALES	100	5396	1,5E+08	3031683	14896690,66
M/B	100	,1448	4,6657	1,244300	,699966
Valid N (listwise)	100				

**Sumber:** Data yang diolah

**Pengujian Hipotesis dan Analisis.** Analisis data dilakukan dengan menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Analisis dilakukan untuk melihat apakah *market to book ratio* mempengaruhi struktur modal melalui *net equity issue* sebagai implikasi dari *market timing* dan seberapa lama pengaruh itu terjadi.

**Hasil Pengujian Hipotesis 1.** Hipotesis pertama yang diajukan adalah *market to book ratio* mempengaruhi struktur modal perusahaan melalui *net equity issue*. Hipotesis ini diuji dengan menggunakan 4 persamaan seperti yang sudah dijabarkan pada metode penelitian. Hasil pengolahan data untuk persamaan pertama ditunjukkan pada tabel 3.

**Tabel 3.** Output pengolahan data untuk model (2)

Dependent Variable: $\Delta D_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M/B <sub>t-1</sub>	-0.187656	0.073313	-2.559640	0.0121
PPE/A <sub>t-1</sub>	-0.001769	0.150537	-0.011751	0.9906
EBITDA <sub>t-1</sub>	0.516736	0.239620	2.156477	0.0336
SALE <sub>t-1</sub>	-0.097467	0.058075	-1.678282	0.0966
C	1.381076	0.685577	2.014472	0.0468
R-squared	0.189928	Mean dependent var		-5.53E-05
Adjusted R-squared	0.155457	S.D. dependent var		0.461959
S.E. of regression	0.424536	Akaike info criterion		1.173545
Sum squared resid	16.94169	Schwarz criterion		1.304611
Log likelihood	-53.09046	F-statistic		5.509765
Durbin-Watson stat	2.131907	Prob(F-statistic)		0.000498

**Sumber:** Hasil pengolahan data menggunakan E-Views

Tabel diatas apabila dibentuk dalam persamaan menjadi:

$$\Delta D_t = 1,38 - 0,1876 M/B_{t-1} - 0,00177 PPE/A_{t-1} + 0,5167 EBITDA_{t-1} - 0,0974 Sale_{t-1}$$

(2,01)\*\*
(-2,559)\*\*\*
(-0,011)
(2,156)\*\*
(-1,678)\*

Dari persamaan diatas dapat disimpulkan bahwa secara statistik *Market to book value* berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari persamaan diatas dimana *market to book value* memberikan nilai t-statistik yang signifikan dengan  $\alpha = 5\%$ . Akan tetapi apakah pengaruh tersebut memang merupakan implikasi dari *market timing*, diperlukan pengujian selanjutnya dengan melakukan 3 kali regresi *market to book value* sebagai variabel independen dengan dependen variabel *net equity issue*, *retained earning* dan pertumbuhan aset. Hasil regresi ketiga model adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.** Output pengolahan data untuk model (4)

Dependent Variable: E/A <sub>t</sub>				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M/B <sub>t-1</sub>	-0.279322	0.078930	-3.538870	0.0006
PPE/A <sub>t-1</sub>	0.044605	0.162683	0.274183	0.7846
EBITDA <sub>t-1</sub>	-0.316181	0.257936	-1.225810	0.2234
SALE <sub>t-1</sub>	0.192959	0.063067	3.059598	0.0029
C	-1.729620	0.743158	-2.327394	0.0221
R-squared	0.239820	Mean dependent var		0.186885
Adjusted R-squared	0.207124	S.D. dependent var		0.513202
S.E. of regression	0.456973	Akaike info criterion		1.321290
Sum squared resid	19.42070	Schwarz criterion		1.453176
Log likelihood	-59.74321	F-statistic		7.334872
Durbin-Watson stat	1.433432	Prob(F-statistic)		0.000035

**Sumber:** Hasil pengolahan data menggunakan program E-Views

Hasil *output* diatas apabila dibentuk dalam persamaan menjadi:

$$E/A_t = -1,7 \quad -0,279 M/B_{t-1} + 0,0446 PPE/A_{t-1} - 0,316 EBITDA_{t-1} + 0,193 Sale_{t-1}$$

$$(-2,32)** \quad (-3,53)*** \quad (0,274) \quad (-1,225) \quad (3,059)***$$

Dari persamaan yang dihasilkan dapat diketahui bahwa *market to book value* berpengaruh signifikan terhadap ekuitas. Akan tetapi hal ini belum dapat disimpulkan bahwa ini merupakan implikasi dari *market timing* karena harus dilihat pengaruh *market to book value* terhadap komponen struktur modal yang lain. Sedangkan regresi kedua dengan dependen variabel retain earning dapat dilihat pada tabel 5 berikut ini

**Tabel 5.** Output pengolahan data untuk model (5)

Dependent Variable: $\Delta RE/A_t$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M/B <sub>t-1</sub>	-0.096410	0.173164	-0.556756	0.5790
PPE/A <sub>t-1</sub>	-0.597246	0.390912	-1.527827	0.1299
EBITDA <sub>t-1</sub>	1.857883	0.561815	3.306929	0.0013
SALE <sub>t-1</sub>	-0.218477	0.152111	-1.436304	0.1543
C	2.910727	1.777456	1.637580	0.1049
R-squared	0.157375	Mean dependent var		-0.054905
Adjusted R-squared	0.121133	S.D. dependent var		1.192616
S.E. of regression	1.118052	Akaike info criterion		3.110726
Sum squared resid	116.2538	Schwarz criterion		3.242612
Log likelihood	-147.4256	F-statistic		4.342351
Durbin-Watson stat	2.032052	Prob(F-statistic)		0.002897

**Sumber:** Hasil pengolahan data dengan program E-Views

Tabel diatas apabila dibentuk dalam persamaan menjadi:

$$\Delta RE/A_t = 2,9 - 0,09 M/B_{t-1} - 0,59 PPE/A_{t-1} + 1,857 EBITDA_{t-1} - 0,218 Sale_{t-1}$$

$$(1,63) \quad (-0,570) \quad (-1,52) \quad (3,30)*** \quad (-1,43)$$

Hasil pengolahan diatas menunjukkan bahwa *market to book value* tidak berpengaruh terhadap perubahan retained earning. Selanjutnya akan dilihat pengaruh *market to book value* terhadap pertumbuhan asset. Hasil outputnya dapat dilihat pada tabel 6 berikut

**Tabel 6.** Output pengolahan data untuk model (6)

Dependent Variable: Growth <sub>t</sub>				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M/B <sub>t-1</sub>	-0.132857	0.127443	-1.042480	0.2999
EBITDA <sub>t-1</sub>	-2.084157	0.413479	-5.040542	0.0000
PPE/ A <sub>t-1</sub>	0.103511	0.287699	0.359790	0.7198
SALE <sub>t-1</sub>	0.153985	0.111949	1.375494	0.1723
C	-1.756237	1.308152	-1.342533	0.1827
R-squared	0.226178	Mean dependent var		-0.028791
Adjusted R-squared	0.192896	S.D. dependent var		0.915918
S.E. of regression	0.822852	Akaike info criterion		2.497591
Sum squared resid	62.96890	Schwarz criterion		2.629477
Log likelihood	-117.3820	F-statistic		6.795676
Durbin-Watson stat	1.942745	Prob(F-statistic)		0.000076

**Sumber:** Hasil pengolahan data menggunakan program E-Views

Tabel diatas apabila dibentuk dalam persamaan menjadi:

$$\text{Growth}_t = -1,75 - 0,1328 M/B_{t-1} + 0,103\text{PPE}/A_{t-1} - 2,084 \text{EBITDA}_{t-1} + 0,154 \text{Sale}_{t-1}$$

(-1.34) (-1,042) (0.36)\*\*\* (-5.04)\*\*\* (1,37)

Persamaan diatas menunjukkan bahwa *market to book value* tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan asset perusahaan. Sehingga dari ke 4 persamaan diatas dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa *market to book value* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Pengaruh tersebut diketahui berasal dari ekuitas perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil regresi *market to book value* terhadap 3 komponen struktur modal yaitu ekuitas, retained earning dan pertumbuhan asset. Dari ketiga komponen tersebut ternyata hanya ekuitas yang dipengaruhi secara signifikan oleh *market to book value*. Dengan kata lain pengaruh *market to book value* terhadap struktur modal terjadi melalui ekuitas, dimana hal ini mengindikasikan implikasi dari *market timing*. Sehingga hipotesis 1 yang menyatakan bahwa *Market to book ratio* mempengaruhi struktur modal melalui *net equity issue* sebagai implikasi dari *market timing* **diterima**.

Temuan ini mendukung beberapa penelitian sebelumnya yang sudah dilakukan. Seperti hasil penelitian Hovakimian, Opler and Titman (2001) yang menyatakan bahwa terjadinya *mispricing* dapat dimanfaatkan oleh perusahaan melalui *market timing*, yaitu aktivitas mengambil keuntungan dari terjadinya fluktuasi biaya ekuitas yang bersifat temporer. Ekuitas merupakan satu komponen utama dalam struktur modal. Dan pada prakteknya *market timing* merupakan aspek penting dalam keputusan pendanaan perusahaan. Begitu juga halnya penelitian Rajan and Zingales (1995) pada *trade-off theory*, dimana struktur modal akan segera menyesuaikan apabila terjadi perubahan *market to book ratio*.

**Hasil Pengujian Hipotesis 2.** Setelah terbukti bahwa *market to book value* berpengaruh terhadap struktur modal melalui net equity issue sebagai implikasi dari *market timing*, pengujian selanjutnya dilakukan untuk hipotesis 2. Hipotesis 2 yang diajukan adalah *Market to book ratio* memiliki pengaruh jangka panjang terhadap struktur modal perusahaan. Pengujian dilakukan dengan 3 model untuk mengetahui persistensi dari pengaruh *market to book value* dalam jangka panjang. *Market to book* dalam model ini juga dibentuk dalam rata-rata selama periode pengamatan. Diharapkan koefisien regresi untuk *market to book* rata-rata konsisten selama periode pengamatan sehingga dapat dikatakan bahwa *market to book* memiliki pengaruh jangka panjang, minimal selama periode penelitian yang telah dilakukan.

Tabel 7 apabila dibentuk dalam persamaan menjadi:

$$D_{t+1} = 0,986 + 0,283M/B_A + 0,01 M/B_t - 0,07\text{PPE}/A_t - 0,076 \text{EBITDA}_t - 0,04 \text{Sale}_t$$

(1.3) (1,47) (0.10) (-0.48) (-3,38)\*\*\* (-0.82)

Dalam persamaan ini tidak menunjukkan pengaruh *market to book* baik untuk *market to book* rata-rata maupun yang bukan. Ini berarti bahwa dengan dimasukkannya *market to book* pada model menghilangkan pengaruh *market to book* pada struktur modal. Akan tetapi untuk selanjutnya akan dilihat pengaruh dari komponen-komponen diatas pada periode yang lebih panjang.

Hasil pengolahan ketiga model tersebut adalah sebagai berikut:

**Tabel 7.** Output pengolahan data untuk model (8)

Dependent Variable: $D_{t+1}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M/B <sub>A</sub>	0.283444	0.192374	1.473401	0.1441
M/B <sub>t</sub>	0.012652	0.124626	0.101520	0.9194
PPE/A <sub>t</sub>	-0.071697	0.147571	-0.485843	0.6282
EBITDA <sub>t</sub>	-0.763161	0.225402	-3.385782	0.0010
SALE <sub>t</sub>	-0.047677	0.057797	-0.824895	0.4116
C	0.986633	0.721069	1.368293	0.1746
R-squared	0.337575	Mean dependent var		0.788896
Adjusted R-squared	0.301574	S.D. dependent var		0.491608
S.E. of regression	0.410846	Akaike info criterion		1.118074
Sum squared resid	15.52910	Schwarz criterion		1.276338
Log likelihood	-48.78565	F-statistic		9.376735
Durbin-Watson stat	1.539041	Prob(F-statistic)		0.000000

**Sumber:** Hasil pengolahan data menggunakan program E-views

Tabel 8 menunjukkan bahwa struktur model dipengaruhi oleh *market to book* rata-rata dari 3 periode sebelumnya. Hasil pengolahannya dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 8.** Output pengolahan data untuk model (9)

Dependent Variable: $D_{t+3}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M/B <sub>A</sub>	0.681637	0.208487	3.269444	0.0015
M/B <sub>t</sub>	-0.355908	0.135142	-2.633585	0.0099
PPE/A <sub>t</sub>	0.159257	0.160178	0.994250	0.3227
EBITDA <sub>t</sub>	0.009238	0.244745	0.037747	0.9700
SALE <sub>t</sub>	-0.190037	0.062837	-3.024278	0.0032
C	2.532610	0.782841	3.235151	0.0017
R-squared	0.229980	Mean dependent var		0.790812
Adjusted R-squared	0.187672	S.D. dependent var		0.493787
S.E. of regression	0.445047	Akaike info criterion		1.278586
Sum squared resid	18.02408	Schwarz criterion		1.437847
Log likelihood	-56.01143	F-statistic		5.435761
Durbin-Watson stat	1.126806	Prob(F-statistic)		0.000202

**Sumber:** Hasil pengolahan data menggunakan program E-Views

Tabel diatas apabila dibentuk dalam persamaan menjadi:

$$D_{t+3} = 2.53 + 0.68 M/B_A - 0.35 M/B_t + 0.16 PPE/A_t + 0.009 EBITDA_t - 0.19 Sale_t$$

(3.23)\*\*\* (3,27)\*\*\* (-2.633)\*\*\* (0.99) (0,037) (-3.23)\*\*\*

Dengan menggunakan lag 3 ternyata hasilnya menunjukkan bahwa baik *market to book* rata-rata maupun yang bukan rata-rata berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Hal ini belum dapat digeneralisasikan bahwa *market to book* memiliki pengaruh jangka panjang. Untuk itu dilakukan pengujian selanjutnya untuk menyakinkan apakah *market to book* memang memiliki pengaruh yang cukup resisten dalam jangka waktu minimal 5 tahun. Model yang dibentuk terakhir ini dengan menggunakan lag tertentu pada variabel dependen dan lag 1 untuk variabel independennya. Model yang dihasilkan ada pada tabel 9.

**Tabel 9.** Output pengolahan data untuk model (10)

Dependent Variable: $D_{t+2}$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$M/B_{At+2-1}$	0.430816	0.209197	2.059383	0.0423
$M/B_{t+2-1}$	-0.174018	0.135929	-1.280213	0.2038
$PPE/A_{t+2-1}$	-0.158787	0.161067	-0.985847	0.3269
$EBITDA_{t+2-1}$	0.263628	0.247253	1.066230	0.2892
$SALE_{t+2-1}$	-0.230711	0.062972	-3.663708	0.0004
C	3.229142	0.783846	4.119613	0.0001
R-squared	0.234897	Mean dependent var		0.793528
Adjusted R-squared	0.192391	S.D. dependent var		0.495650
S.E. of regression	0.445426	Akaike info criterion		1.280892
Sum squared resid	17.85642	Schwarz criterion		1.441164
Log likelihood	-55.48282	F-statistic		5.526244
Durbin-Watson stat	1.234557	Prob(F-statistic)		0.000175

**Sumber:** Hasil pengolahan data menggunakan program E-views

Tabel diatas apabila dibentuk dalam persamaan menjadi:

$$D_{t+2} = 3.229 + 0.43M/B_{At+2-1} - 0.17M/B_{t+2-1} - 0.15PE/A_{t+2-1} + 0.26EBITDA_{t+2-1} - 0.23Sale_{t+2-1}$$

(4.11)\*\*\* (2.06)\*\* (-1.28) (-0.99) (1.06) (-3.66)\*\*\*

Persamaan terakhir ini menunjukkan bahwa *market to book value* rata-rata berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan *market to book* yang bukan rata-rata tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Ini berarti *market to book value* rata-rata tertimbang lebih tepat digunakan untuk melihat pengaruh jangka panjang.

Dengan hasil pengolahan ketiga model diatas maka dapat diambil kesimpulan bahwa hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *market to book* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan dalam jangka panjang **ditolak**. Hal ini disebabkan karena ketiga model yang dibentuk tidak menunjukkan hasil yang konsisten. Temuan ini berbeda dengan pendapat Baker and Wurgler (2002) yang menyatakan bahwa berdasar *market timing theory*, fluktuasi temporer dari *market to book ratio* mengukur variasi adverse selection. Jika biaya penyimpangan dari struktur modal optimal lebih kecil dibandingkan variasi biaya saat meng-*issue* ekuitas, variasi *market to book* masa lalu dapat memiliki pengaruh dalam jangka panjang. Jika manajer mengambil manfaat dari ekspektasi *irrational investor yang extreme* maka *net equity issue* akan berhubungan positif dengan *market to book* sesuai dengan opini Shleifer and Vishny (1997). Dan menurut Baker and Wurgler (2002) apabila tidak ada struktur modal yang optimal, manajer tidak perlu mengembalikan keputusannya pada saat nilai perusahaan sudah normal sehingga fluktuasi temporer dari *market to book* akan memiliki pengaruh permanen.

Dari temuan penelitian ini maka dapat dikemukakan argumentasi bahwa di pasar modal Indonesia *market timing* memiliki implikasi dalam pengambilan keputusan tentang struktur modal perusahaan. Sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya implikasi *market timing* ini dapat dilihat melalui pengaruh *market to book value* terhadap struktur modal melalui ekuitas. Hal ini juga terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Akan tetapi perilaku data dalam penelitian ini menghasilkan kesimpulan yang berbeda apabila di hubungkan dengan pengaruh jangka panjang *market to book value* terhadap struktur modal. Pada penelitian-penelitian sebelumnya dikatakan bahwa *market to book value* berpengaruh dalam jangka panjang sebagai implikasi *market timing*. Akan tetapi untuk di Indonesia ternyata implikasi *market timing* tidak menunjukkan berlaku untuk jangka panjang. Hal ini dapat ditunjukkan dari pengaruh *market to book* baik dalam bentuk rata-rata tertimbang maupun bukan yang tidak persisten selama jangka waktu penelitian ini.

## PENUTUP

Investor seringkali berperilaku tidak rasional. Perilaku *irrational investor* ini menyebabkan terjadinya *mispricing*. *Mispricing* dapat dimanfaatkan oleh perusahaan dengan *market timing*, yaitu aktivitas meng-*issue* ekuitas pada saat harga pasar tinggi dan membeli kembali pada saat harga pasar rendah. *Mispricing* biasa diukur menggunakan *market to book ratio*. Dengan menggunakan 2 hipotesis tentang implikasi *market timing* pada struktur modal perusahaan di Indonesia dan implikasi jangka panjangnya, secara keseluruhan, hasil penelitian ini dapat memberikan kesimpulan bahwa di pasar modal Indonesia *market timing* memiliki implikasi dalam pengambilan keputusan tentang struktur modal perusahaan.

Sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya implikasi *market timing* ini dapat dilihat melalui pengaruh *market to book value* terhadap struktur modal melalui ekuitas yang juga terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hal ini sudah dibuktikan dengan 4 model yang didesain untuk menunjukkan bahwa *market to book value* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan dan pengaruh tersebut terjadi melalui ekuitas. Pengaruh *market to book value* terhadap struktur modal melalui ekuitas inilah yang menunjukkan adanya implikasi *market timing* pada struktur modal pada perusahaan-perusahaan di Indonesia

Akan tetapi perilaku data dalam penelitian ini menghasilkan kesimpulan yang berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, apabila di hubungkan dengan pengaruh jangka panjang *market to book value* terhadap struktur modal. Pada penelitian-penelitian sebelumnya dikatakan bahwa *market to book value* berpengaruh dalam jangka panjang sebagai implikasi *market timing*. Akan tetapi untuk di Indonesia ternyata implikasi *market timing* tidak menunjukkan berlaku untuk jangka panjang. Hal ini dapat ditunjukkan dari pengaruh *market to book* baik dalam bentuk rata-rata tertimbang maupun bukan yang tidak persisten selama jangka waktu penelitian ini.

Dari kedua pengujian hipotesis diatas, dapat diambil kesimpulan bahwa *market timing* berimplikasi pada perubahan struktur modal perusahaan akan tetapi hanya berlaku pada saat tertentu saja, dan implikasinya tidak dapat dinikmati dalam jangka panjang.

## DAFTAR RUJUKAN

- Baker, Malcolm, Ruback, Richard S. dan Wurgler, Jeffrey (2004). Behavioral Corporate Finance: A Survey. *NBER Working Paper Series*.
- Baker, Malcolm dan Wurgler, Jeffrey (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*. Vol.57, (1), pp.1-32.
- Cai, Jiang dan Zang, Zhe (2005). Capital Structure Dynamics and Stock Return. *Working Paper*.
- Fama, Eugene F. dan French, Kenneth R. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Prediction about Dividend and Debt. *Review of Financial Studies* 15, pp. 1-37.
- Graham, John R. dan Harvey, Campbell R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics* 60.
- Hovakimian, Armen, Opler, Tim dan Titman, Sheridan (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36.
- Jegadeesh, Narasimhan (2000). Long Term Performance of Seasoned Equity Offering: Benchmark Error and Biases in Expectations. *Financial Management* 9.
- Jensen, Michael, C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review* 76
- Jensen, Michael, C dan Meckling, William, H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3
- Lougran, Tim dan Ritter, J. (1995). The New Issue Puzzle. *Journal of Finance* 50.
- La Porta, Rafael. (1996). Expectation and the Cross Section of Stock Return. *Journal of Finance* 51.
- Modigliani, Franco dan Miller, Merton H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48.
- Myer, Steward, C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* 39.
- Myer, Steward, C. Dan Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do not Have. *Journal of Financial Economics* 13.
- Rajan, Raghuram dan Zingales, Luigi (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance* 50.
- Sartono, Agus (2002). Overreaction of the Indonesian Capital Market: Is Market Rational? *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*. Universitas Gadjah Mada.
- Susiyanto, Fendi M. (2002). Market Overreaction in Indonesian Stock Market. *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*. Universitas Gadjah Mada.
- Shleifer, Andrei dan Vishny, Robert W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52.
- Stein, Jeremy C. (1996). Rational Capital Budgeting an Irrational World. *Journal of Business* 69.