

PENGUJIAN EQUITY MARKET TIMING THEORY: PENGARUH MARKET-TO-BOOK RATIO DAN DEFISIT FINANSIAL TERHADAP LEVERAGE (STUDI IPO DAN RIGHT ISSUE EMITEN)

Nanik Niandari

E-mail: nanik_niandari@yahoo.com

ABSTRACT

Equity market timing hypothesis states that firms are more likely to issue equity when their market values are high, relative to book or past market values, and repurchase equity when their market values are low. If that so, low leverage firms are those that raised funds when their market valuations were high, as measured by market-to-book ratio, while high leverage firms are those that raised funds when their market valuations were low. This paper is an empirical test of equity market timing theory and financial deficits as factors that drive firms to time the equity market and how market timing affects capital structure in a short-run impact. The sample is drawn from IPO and right issue firms within all sectors during 2000-2009, financial sector is excluded. We run this by using ordinary least square regression. The results with right issues data supports the equity market timing hypothesis that market timing has a short-run impact on capital structures.

Keywords: capital structure, equity market timing, market-to-book ratio, financial deficits, leverage

JEL Classification: G31

PENDAHULUAN

Tujuan utama seorang investor dalam berinvestasi

adalah memaksimalkan kekayaan yang diperoleh dari deviden maupun *capital gain*. Oleh karena itu, merupakan tanggung jawab manajemen sebagai agen untuk berusaha memaksimalkan kesejahteraan investor. Implikasinya, setiap kebijakan yang diambil manajemen haruslah kebijakan yang memaksimalkan nilai perusahaan.

Keputusan manajemen keuangan sebuah perusahaan berkaitan dengan keputusan investasi, keputusan pembelian dan pembiayaan, serta keputusan dalam pengelolaan aktiva. Keputusan pendanaan perusahaan terkait perolehan dana perusahaan dalam membiayai seluruh aktivitas perusahaan. Pendanaan tersebut dapat diperoleh dari modal sendiri, utang, penerbitan ekuitas, maupun kombinasi ketiganya. Kombinasi pendanaan tersebut dikenal sebagai struktur modal.

Dalam pengambilan keputusan pendanaan, manajemen harus mempertimbangkan manfaat dan biaya sumber dana tersebut. Hal ini dikarenakan masing-masing sumber pendanaan memiliki konsekuensi finansial yang berbeda-beda, serta dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan struktur modal berkaitan dengan *trade-off* antara risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan. Penggunaan utang yang tinggi akan mengakibatkan turunnya harga saham karena meningkatnya biaya kebangkrutan, sedangkan tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham. Dengan mengetahui struktur modal perusahaan, seorang investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian

investasinya. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham.

Penentuan struktur modal yang optimal tidak ditentukan dari penggunaan modal yang seluruhnya menggunakan pendanaan utang ataupun seluruhnya dengan pendanaan ekuitas. Jika pendanaan perusahaan seluruhnya menggunakan utang, maka perusahaan akan mendapatkan manfaat pajak dari biaya bunga yang dibayar perusahaan, akan tetapi, penggunaan utang yang besar dapat meningkatkan biaya kebangkrutan yang harus ditanggung perusahaan. Investor akan enggan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan tingkat kebangkrutan yang tinggi sehingga nilai perusahaan akan turun. Sedangkan jika perusahaan menggunakan pendanaan ekuitas seluruhnya, maka perusahaan akan menanggung biaya penerbitan ekuitas yang tinggi, dan juga akan meningkatkan biaya modal perusahaan karena tekanan/klaim pemegang saham atas laba perusahaan.

Proposisi Modigliani dan Miller (1985) mengenai struktur modal yang menyatakan bahwa manajer tidak dapat mengubah nilai perusahaan melalui manipulasi struktur modal dianggap tidak relevan karena pada kenyataannya manajer dapat mengubah nilai perusahaan melalui struktur modal. Manajer akan berusaha untuk mencapai struktur modal yang optimal agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Literatur struktur modal mengenal tiga teori utama yang berkembang setelah proposisi Modigliani dan Miller (1958). Teori pertama dikenal dengan *trade-off theory*. Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal merupakan *trade-off* antara manfaat pajak (*tax benefit*) dan biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) karena perusahaan menggunakan utang. Dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan, setiap perusahaan akan menyesuaikan target utangnya sampai pada rasio utang yang optimal. Akan tetapi, kebutuhan dana perusahaan yang bervariasi setiap periodenya menyebabkan rasio utang perusahaan tidak selalu dalam posisi optimal. Dengan membandingkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang, diharapkan rasio utang akan bergerak ke arah rasio utang yang optimal.

Myers dan Majluf (1984) memperkenalkan proposisi yang dikenal sebagai *pecking order hypothesis*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan

akan mengutamakan utang daripada ekuitas apabila pendanaan eksternal dibutuhkan. Dalam *pecking order theory* perusahaan tidak memiliki struktur modal yang optimal. Perusahaan hanya akan mengikuti urutan atau hirarki pendanaan dengan biaya yang paling murah. Dalam perkembangannya, kedua teori tersebut juga dianggap belum mampu menjelaskan perilaku struktur modal perusahaan. Baker dan Wurgler (2002) mempertanyakan kemampuan teori struktur modal tradisional (*trade-off hypothesis* dan *pecking order theory*) dalam menjelaskan keputusan struktur modal perusahaan di pasar yang tidak efisien dan tersegmentasi. Baker dan Wurgler mengajukan penjelasan alternatif tentang keputusan struktur modal perusahaan, yaitu perusahaan dalam menentukan struktur modalnya tidak mengikuti *trade-off hypothesis* maupun *pecking order theory* melainkan mengikuti *market timing theory*.

Market timing theory yang diperkenalkan oleh Baker dan Wurgler (2002) menjelaskan bahwa manajer mampu mengidentifikasi periode waktu tertentu saat penerbitan ekuitas lebih murah daripada penerbitan utang karena adanya *misvaluation* pasar. Praktik *equity market timing* menjelaskan bahwa penerbitan ekuitas bergantung pada biayanya. Jika biaya penerbitan ekuitas lebih murah dibandingkan dengan biaya modal lain, maka perusahaan akan lebih menyukai pendanaan dengan ekuitas. Dengan kata lain, teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dengan ekuitas saat nilai pasar (harga saham) mereka lebih tinggi dibandingkan dengan nilai buku atau nilai pasar historis perusahaan, dan membeli kembali ekuitas saat nilai pasar perusahaan rendah. Tujuan *equity market timing* adalah mengeksploitasi fluktuasi sementara yang terjadi pada biaya modal ekuitas (*cost of equity*) terhadap biaya bentuk modal yang lain (*cost of other forms of capital*). Dengan biaya modal yang rendah, nilai perusahaan akan meningkat. Pemegang saham yang lama akan menerima manfaat kenaikan nilai perusahaan ini dari pemegang saham yang baru (*new shareholders*) atau pemegang saham yang keluar (*exiting ones*).

Banyak literatur penelitian yang fokus pada pengujian ketiga teori tersebut di atas dalam menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan seperti Shyam-Sunder dan Myers (1999), Baker dan Wurgler (2002), dan Alti (2006). Penelitian mereka memberikan dukungan pada masing-masing teori. Trade-off

theory mampu menjelaskan mengapa pajak, biaya kebangkrutan, biaya penerbitan ekuitas, dan kesempatan investasi mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Sedangkan pecking order theory mampu menjelaskan mengapa rasio utang dan profitabilitas berhubungan negatif, serta mengapa pasar bereaksi negatif atas penerbitan ekuitas.

Sebelum Baker dan Wurgler (2002), terdapat beberapa penelitian yang juga menguji market timing theory seperti Pagano, Panetta, dan Zingales (1998), Hovakimian, Opler, dan Titman (2001). Penelitian ini menemukan beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan penerbitan ekuitas yaitu harga saham masa lalu, tingkat bunga, dan time-varying adverse selection costs dari penerbitan ekuitas. Penelitian-penelitian ini menunjukkan adanya bukti usaha equity market timing oleh manajer.

Market timing theory memprediksi bahwa *equity market timing* memiliki *long-lasting effect* pada struktur modal perusahaan. Baker dan Wurgler menemukan bahwa perusahaan dengan *leverage* yang rendah adalah perusahaan yang memperoleh dana saat penilaian harga sahamnya tinggi, yang diukur dengan *market-to-book ratio*, dan sebaliknya perusahaan dengan *leverage* yang tinggi adalah perusahaan yang memperoleh dana saat penilaian pasar atas saham mereka relatif rendah. Masalah persistensi *market timing* ini masih diperdebatkan karena beberapa penelitian dengan menggunakan pendekatan yang berbeda dalam menguji teori ini tidak mendukung persistensi *market timing* tersebut.

Penelitian ini akan menguji *equity market timing* (EMT) dengan menggunakan sampel perusahaan non-keuangan yang melakukan IPO dan SEO (*right issue*). Penelitian *equity market timing* di Indonesia kebanyakan hanya menggunakan data IPO saja atau SEO saja. EMT dalam penelitian ini mengacu pada penerbitan ekuitas saat manajer merasa saham perusahaan *overvalued*. Proksi *market timing* akan menggunakan *market-to-book ratio* (M/B ratio). Rasio ini merupakan salah satu alat untuk menaksir nilai pasar historis perusahaan. Jika penilaian pasar perusahaan yang dinilai dengan rasio M/B tinggi, perusahaan akan memanfaatkannya (*timing*) dengan mengeluarkan saham. Hal inilah yang dikenal sebagai praktik *equity market timing*. Peneliti juga akan menguji pengaruh defisit finansial terhadap *leverage* perusahaan. Varia-

bel kontrol dalam penelitian ini mengikuti Baker dan Wurgler yaitu *net property, plant & equipment, profitability*, dan *firm size*.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Taggart (1977), Marsh (1982), Jalilvand dan Harris (1984), serta Asquith dan Mullins (1986) mendeteksi *equity market timing* berdasar *return* saham historis. Penelitian oleh Rajan dan Zingales (1995), Jung, Kim, dan Stulz (1996), Pagano, Panetta, dan Zingales (1998), dan Hovakimian, Opler, dan Titman (2001) menggunakan *market-to-book ratio* untuk mendeteksi usaha *market timing* yang coba dilakukan perusahaan. Marsh (1982) menguji pilihan utang-ekuitas dengan sampel perusahaan United Kingdom periode 1959-1974. Penelitian ini menemukan bahwa kenaikan harga saham mempengaruhi perusahaan untuk menerbitkan ekuitas. Jung, Kim, dan Stulz (1996) dan Hovakimian, Opler, dan Titman (2001) mendukung adanya hubungan positif antara harga saham dan penerbitan ekuitas. Pagano, Panetta, dan Zingales (1998) menguji penentu keputusan *go public* dengan sampel perusahaan Italia periode 1982-1992. Mereka menemukan bahwa *market-to-book* industri adalah faktor penentu penting yang mempengaruhi *initial public offering* (IPO).

Baker dan Wurgler (2002) meneliti pengaruh *return* pasar saham masa lalu dengan lebih menekankan pada bagaimana *return* perusahaan mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan penerbitan. Teori *market timing* yang mereka hasilkan menyatakan bahwa tingkat struktur modal yang sekarang adalah kumpulan hasil dari tindakan yang sebelumnya dilakukan untuk menyesuaikan pasar, menerbitkan saham ketika ekuitas sedang *overvalued* dan membeli kembali saham ketika *undervalued*. Oleh karena itu, fluktuasi dari harga saham perusahaan memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Rajan dan Zingales (1995) menguji variabel penentu struktur modal di negara-negara G7. Penelitian ini menemukan faktor yang berpengaruh terhadap *leverage* di US seperti *size, tangible assets, market-to-book ratio*, dan *profitability*. Dalam penelitian ini, mereka menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *market-to-book ratio* dengan *leverage* dan juga bukti adanya *equity market timing* di negara-negara tersebut, akan tetapi korelasi ini menurut mereka masih

belum jelas. Pendapat ini didukung oleh penelitian Barclay, Smith, dan Watts (1995).

Korajczyk, Lucas, dan McDonalds (1991) menggunakan pengumuman laba sebagai *proxy of informative events* dan melakukan pengujian pengaruh pengumuman tersebut pada penentuan harga dan saat penerbitan ekuitas. Mereka menyimpulkan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan ekuitas saat pasar memiliki informasi tentang kualitas perusahaan sebanyak-banyaknya. Penelitian ini menghipotesiskan bahwa penerbitan ekuitas seharusnya, didahului dengan pengumuman laba yang (a) lebih informatif dari biasanya, dan (b) informasi tentang perusahaan yang lebih baik.

Alti (2006), Flannery dan Rangan (2004), Kayhan dan Titman (2004), dan Hovakimian (2005) mengkonfirmasi adanya *market timing* dalam penerbitan ekuitas, meski mereka tidak setuju dengan Baker dan Wurgler atas persistensi *market timing* ini dalam struktur modal. Alti (2006) menggunakan perusahaan yang melakukan IPO dengan memasukkan variabel *dummy* pasar *hot* dan *cold*. *Hot market* IPO akan menerbitkan ekuitas lebih banyak dibandingkan dengan *cold market* IPO. Penelitian ini menemukan bahwa *market timing* menurunkan rasio *leverage* secara signifikan dalam jangka pendek.

Penelitian lain yang dilakukan Kayhan dan Titman (2004) menemukan bahwa *pecking order*, *market timing* dan *targetting behaviour* menjadi aspek pilihan untuk keputusan struktur modal jangka pendek. Sedangkan dalam jangka panjang *pecking order* dan *market timing* tidak terlalu berpengaruh. Perusahaan cenderung bergerak sesuai target *leverage ratio* (*trade-off theory*).

Perusahaan yang melakukan *seasonal equity offerings* (SEO) biasanya memiliki penilaian harga saham yang tinggi sebelum SEO (Asquith dan Mullins, 1986; Masulis dan Korwar, 1986). Hal ini tidak konsisten dengan model *trade-off* dan *pecking order hypothesis*, akan tetapi sesuai dengan “*pure*” *market timing theories* oleh Loughran dan Ritter (1995) serta Baker dan Wurgler (2002) yang menyatakan bahwa penawaran saham terutama dimotivasi oleh keinginan manajer memanfaatkan keuntungan adanya “*open financing window*” untuk menjual saham yang *over-valued*.

Menurut teori *equity market timing*, perusahaan

akan menerbitkan ekuitas sebagai pengganti utang saat biaya ekuitas rendah atau murah. Perusahaan akan berusaha meminimalkan biaya modal yang digunakan. Jadi, perusahaan akan cenderung menerbitkan ekuitas saat nilai pasar perusahaan relatif tinggi dibanding nilai buku atau nilai pasar yang lalu, dan membeli kembali ekuitas saat nilai pasarnya rendah. Konsep *equity market timing* ini menekankan pentingnya *over-valued* dan *under-valued* dari suatu saham. Jika perusahaan memanfaatkan *market timing*, perusahaan akan memiliki rasio utang/*leverage* yang rendah karena perusahaan lebih memilih pendanaan dengan penerbitan ekuitas. Berdasar penjelasan tersebut, maka disusun hipotesis penelitian:

H1: *Market-to-book ratio* berpengaruh terhadap *leverage*

Berdasar *pecking order hypothesis*, penentuan struktur modal di mulai ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup (defisit) untuk mendanai investasi riil dan dividen, maka perusahaan akan menerbitkan utang. Tetapi, jika defisit perusahaan besar, perusahaan mungkin mempunyai keterbatasan untuk menggunakan utang dan harus mendanai defisitnya yang tersisa dengan ekuitas. Berdasar penjelasan tersebut, maka disusun hipotesis penelitian:

H2: Defisit finansial berpengaruh terhadap *leverage*

Data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data perusahaan yang melakukan IPO dan SEO (*right issue*) periode 2000 sampai dengan 2009. Data diperoleh dari situs *Indonesian stock exchange*, dan dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD). Sampel akan diambil dengan menggunakan teknik *purposive*, dengan kriteria 1) Perusahaan yang melakukan IPO dan SEO (*right issue*) periode 2000-2009; 2) Perusahaan bukan dalam sektor keuangan seperti bank maupun non-bank (perusahaan asuransi, sekuritas, dan *leasing*); dan 3) Data keuangan yang dibutuhkan lengkap.

Penelitian ini menggunakan perubahan *leverage* perusahaan sebagai variabel dependen. *Book Leverage* merupakan rasio *total liabilities* dibagi dengan *total assets* (Baker dan Wurgler, 2002).

$$\Delta BL = Total\ liabilities_{t-1} / Total\ assets$$

Proksi dari *equity market timing* adalah *market-to-book ratio* yaitu *market value of assets* dibagi den-

gan *book value of assets* (Baker dan Wurgler, 2002).

$$M/B \text{ ratio} = \frac{(Total Liabilities + Market equity)}{Total Assets}$$

Market equity = Jumlah saham beredar x harga penutupan

Defisit finansial didefinisikan sebagai jumlah perubahan modal kerja, investasi, dividen, dikurangi dengan *net cash flow* (Kayhan dan Titman, 2007).

$$DEFFIN = \Delta MK + I + DIV - NCF$$

Keterangan:

ΔMK = perubahan modal kerja, yaitu selisih aktiva lancar dan utang lancar periode t dengan periode t-1

I = investasi, yaitu selisih aktiva tetap bersih periode t dengan periode t-1

Div = pembayaran dividen periode t

NFC = *earnings after tax* periode t.

Size perusahaan diukur dengan logaritma dari aktiva tahun sebelum IPO dan *right issue*.

$$SIZE = Ln Assets_{t-1}$$

Net property plant dan equipment (PPE) diukur dengan menggunakan hasil bagi antara *fixed asset* terhadap *total assets* (Jensen *et al.*, 1992; Moh'd *et al.*, 1998).

$$PPE = \frac{net\ fixed\ assets}{total\ assets}$$

Profitability adalah rasio dari *Earnings before Interest, and Taxes* (EBIT) dibagi dengan *total asset* (Baker dan Wurgler, 2002).

$$PROF = \frac{EBIT}{Total\ Assets}$$

Hipotesis dalam penelitian ini akan diuji dengan model regresi metode OLS. Menurut Dajan (1986) dan Supranto (1996) untuk menguji model pengaruh dan hubungan variabel independen yang lebih dari dua variabel terhadap variabel dependen digunakan persamaan regresi linear berganda dengan metode *Ordinary Least Squares* (OLS). *Ordinary Least Square*

(OLS) merupakan salah satu cara untuk menghitung parameter α , β dan e dari suatu persamaan regresi. Supranto (1996) mengemukakan bahwa semakin kecil nilai *error* maka akan membuat penaksiran itu akan semakin baik. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *equity market timing* dan defisit finansial. Sedangkan variabel dependen yang digunakan yaitu *leverage*.

Model dalam penelitian ini yaitu mengikuti model Dahlan (2004) yang menggunakan *difference* (selisih) yang tetap mengacu pada model Baker dan Wurgler (2002). Model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\Delta BL_t = \beta_0 + \beta_1(M/B)_{t-1} + \beta_2 DEFFIN_t + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 PPE_{t-1} + \beta_5 PROF_{t-1} + \epsilon_t$$

Untuk mengetahui tepat tidaknya penggunaan model tersebut, maka terlebih dahulu dilakukan analisis terhadap variabel-variabel penelitian yaitu melalui uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya pelanggaran asumsi klasik pada penelitian yang menggunakan dua atau lebih variabel independen dan yang akan diamati. Ada empat asumsi klasik yang harus dipenuhi sebelum dilakukan regresi terhadap model persamaan regresi.

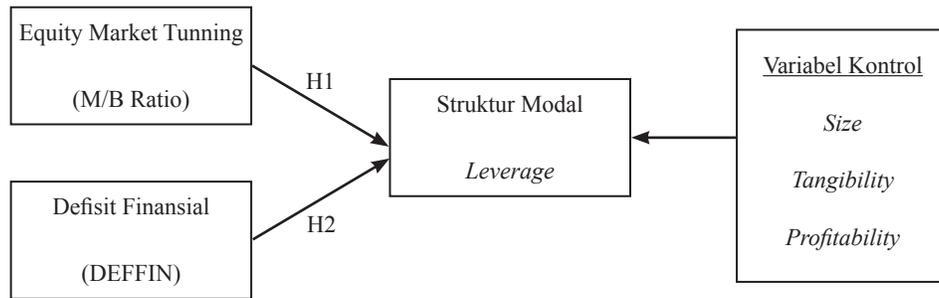
Heterokedastisitas adalah terjadinya ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas (Ghozali, 2005). Keberadaan heterokedastisitas dapat diketahui dengan melihat tingkat signifikansinya terhadap alpha (α) melalui uji *Glejser*. Jika nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05 maka tidak terjadi heterokedastisitas.

Menurut Gujarati (2003) autokorelasi adalah korelasi antara anggota-anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam *time series*) atau ruang. Autokorelasi merupakan suatu keadaan yang timbul karena adanya korelasi antara *error term*. Autokorelasi menyebabkan koefisien regresi yang dihasilkan tidak efisien sehingga interpretasi sederhana terhadap koefisien tersebut tidak dapat dilakukan. Konsekuensi adanya autokorelasi diantaranya adalah selang keyakinan menjadi lebar serta variasi dan *standar error* ditaksirkan terlalu rendah. Uji autokorelasi dapat menggunakan uji *Durbin Watson*.

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji normalitas dilakukan dengan uji Kolmogorov-Smirnov. Uji ini terdapat pada *non-parametric statistic*. Pada uji Kolmogorov-Smirnov jika probabilitas (*asympt sig*) lebih besar daripada signifikansi 0.05 maka data residual berdistribusi normal dengan demikian asumsi normalitas terpenuhi. Selain itu normalitas dapat diketahui dari grafik histogram yaitu dengan membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Jika dengan melihat *normal probability plot* maka dengan membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Jika residual berdistribusi normal,

maka garis yang menggambarkan data akan mengikuti garis diagonal (Ghozali, 2005:112).

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak orthogonal. Variabel orthogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol (Ghozali, 2005). Uji multikolinearitas dapat menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF). Jika VIF tidak lebih dari 10, maka model dapat dikatakan terbebas dari multikolinearitas. Model dalam penelitian ini yaitu:



Gambar 1
Model penelitian

HASIL PENELITIAN

Agar data yang diolah benar-benar layak untuk diproses, maka terlebih dahulu dilakukan *screening* data dengan membuang *outlier* dengan mengeluarkan data-data ekstrim. Setelah membuang *outlier*, jumlah sampel untuk data IPO dari 115 menjadi 106 observasi. Pengujian normalitas data untuk sampel *initial public offerings* (IPO) menunjukkan bahwa data IPO

ini telah memenuhi asumsi normalitas tersebut, ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05 atau tidak signifikan. Hasil uji heterokedastisitas menunjukkan bahwa semua variabel independen tidak ada yang signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa data IPO bebas dari adanya masalah heterokedastisitas atau dengan kata lain data tersebut homogen. Hasil uji heterokedastisitas untuk model regresi IPO dapat dilihat pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1
Uji Heterokedastisitas Data IPO dengan Uji Glejser

Variabel	Sig.	Keterangan
M/B Ratio	0,267	tidak terdapat heterokedastisitas
DEFFIN	0,303	tidak terdapat heterokedastisitas
SIZE	0,211	tidak terdapat heterokedastisitas
PROF	0,849	tidak terdapat heterokedastisitas
PPE	0,317	tidak terdapat heterokedastisitas

Hasil pengujian autokorelasi model IPO.3 menunjukkan bahwa nilai dw sebesar 0.630 sehingga disimpulkan data untuk model ini tidak memenuhi uji autokorelasi karena nilai dw tidak berada pada rentang 1,54-2,49. Ghozali (2006: 95) menyatakan bahwa masalah autokorelasi timbul karena residual tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Masalah autokorelasi sering terjadi pada data *time-series*. Model

IPO ini bukan merupakan data *time-series* sehingga penulis berkeyakinan bahwa uji regresi tetap dapat dilanjutkan.

Hasil uji melalui *Variance Inflation Factor* (VIF) Tabel 2 pada *coefficients* menunjukkan bahwa masing masing variabel independen memiliki VIF tidak lebih dari 10, maka, dapat dinyatakan model regresi linear berganda terbebas dari multikolinearitas.

Tabel 2
Uji Multikolinearitas Data IPO

Variabel	VIF	Keterangan
M/B Ratio	1,247	tidak terdapat multikolinearitas
DEFFIN	1,237	tidak terdapat multikolinearitas
SIZE	1,043	tidak terdapat multikolinearitas
PROF	1,029	tidak terdapat multikolinearitas
PPE	1,029	tidak terdapat multikolinearitas

Untuk data *right issue*, dilakukan juga *screening* data untuk membuang *outlier* dengan mengeluarkan data-data ekstrim. Setelah membuang *outlier*, jumlah sampel untuk data *right issue* menjadi 107 observasi. Pada uji asumsi klasik dengan menggunakan data *right issue*, hanya variabel kontrol *profitability* yang membuat data model terdistribusi normal dan homogen sehingga peneliti memutuskan untuk data *right issue* hanya menggunakan satu variabel kontrol saja yaitu *profitability* (PROF). Hasil uji normalitas untuk data *right issue* menunjukkan bahwa data model ini

terdistribusi normal, seperti ditunjukkan oleh nilai signifikansi yang lebih besar daripada 0,05 atau tidak signifikan.

Hasil uji heterokedastisitas Tabel 3 menunjukkan bahwa dalam model regresi untuk data *right issue* tidak menunjukkan adanya heterokedastisitas, atau dengan kata lain data tersebut homogen. Berdasar Tabel 3, dapat dilihat bahwa masing-masing nilai signifikansi variabel independen lebih dari 0,05 atau tidak signifikan.

Tabel 3
Uji Heterokedastisitas Right Issue dengan Uji Glejser

Variabel	Sig.	Keterangan
M/B Ratio	0,207	tidak terdapat heterokedastisitas
DEFFIN	0,613	tidak terdapat heterokedastisitas
PROF	0,740	tidak terdapat heterokedastisitas

Hasil pengujian autokorelasi model *right issue* menunjukkan bahwa nilai dw sebesar 2.000, sehingga untuk model ini tidak terdapat masalah autokorelasi karena nilai dw berada di rentang 1,54-2,49. Nilai VIF

seluruh variabel independen pada Tabel 4 tidak ada yang lebih besar dari 10, hal ini menunjukkan tidak adanya multikolinearitas pada persamaan regresi linear. Nilai VIF ditunjukkan dalam tabel berikut:

Tabel 4
Uji Multikolinearitas Right Issue

Variabel	VIF	Keterangan
M/B Ratio	1,328	tidak ada multikolinearitas
DEFFIN	1,414	tidak ada multikolinearitas
PROF	1,086	tidak ada multikolinearitas

Statistik deskriptif dilakukan guna mengetahui gambaran data yang akan dianalisis. Ada beberapa macam teknik analisis deskriptif. Secara umum terbagi dua, yaitu ukuran tendensi sentral dan ukuran penyebaran data. Ukuran tendensi sentral yang digunakan dalam

penelitian ini yaitu maksimum, minimum, dan *mean*. Ukuran penyebaran data menggunakan standar deviasi. Tabel 5 berikut menyajikan statistik deskriptif baik data IPO maupun *right issue*.

Tabel 5
Statistik Deskriptif

Keterangan	Variabel	Data IPO	Data <i>Right Issue</i>
Minimum:	M/B Ratio	0.01	0.04
	DEFFIN	-0.24	-0.19
	SIZE	23.08	
	PROF	-1.4	-0.55
	PPE	0	
	Δ Book Leverage	-0.76	-4.88
Maksimum:	M/B Ratio	7.74	5.4
	DEFFIN	1.67	7.01
	SIZE	32.16	
	PROF	0.36	0.37
	PPE	1.07	
	Δ Book Leverage	0.74	2.69
Mean:	M/B Ratio	2.0429	1.354
	DEFFIN	0.3851	0.3174
	SIZE	26.5472	
	PROF	0.0553	0.0559
	PPE	0.387	
	Δ Book Leverage	0.051	-0.0392
Standar Deviasi:	M/B Ratio	1.36853	0.89945
	DEFFIN	0.38933	0.75571
	SIZE	1.86202	
	PROF	0.1815	0.1236
	PPE	0.28503	
	Δ Book Leverage	0.22876	0.62505

Berdasar Tabel 5 dapat dilihat bahwa rata-rata nilai *market-to-book ratio* untuk perusahaan IPO lebih tinggi yaitu sebesar 2,0429, sementara untuk *right issue* nilai *market-to-book* rata-rata yaitu sebesar 1,354. Rata-rata defisit finansial untuk perusahaan IPO lebih besar daripada perusahaan yang melakukan *right issue*. Dilihat dari profitabilitas perusahaan, maka perusahaan-perusahaan IPO memiliki rata-rata profit-

abilitas yang tidak jauh berbeda dengan perusahaan yang mengeluarkan *right issue*. Sementara dilihat dari besaran utang, perusahaan IPO memiliki nilai rata-rata *leverage* yang lebih tinggi yaitu sebesar 0,051, sementara *leverage* untuk perusahaan *right issue* memiliki nilai rata-rata *leverage* -0,0392, nilai negatif ini sesuai dengan tingkat *leverage* yang diharapkan yang akan bernilai negatif setelah penerbitan ekuitas.

Tabel 6
Uji Koefisien Determinasi
Model Summary

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>
1	,362(a)	0,131	0,088	0,21849

a Predictors: (Constant), PPE, PROF, SIZE, DEFFIN, M/B RATIO

Tabel 6 menjelaskan besarnya persentase pengaruh variabel bebas atau variabel independen terhadap variabel dependen. Besar koefisien determinasi adalah 0,131 mengandung pengertian bahwa pengaruh variabel independen terhadap perubahan variabel dependen adalah 13,1%, sedangkan 86,9% (100%-13,1%) dipengaruhi variabel lainnya selain variabel independen

dalam model ini.

Tabel 7 merupakan uji simultan dengan menggunakan F-test yang menunjukkan bahwa model ini signifikan secara keseluruhan. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi yaitu sebesar 0.014 yang lebih kecil dari *significance level* (5%).

Tabel 7
Uji Simultan Antara Variabel Independen dengan Dependen
ANOVA(b)

<i>Model</i>		<i>Sum of Squares</i>	<i>Df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1	Regression	0,721	5	0,144	3,021	,014(a)
	Residual	4,774	100	0,048		
	Total	5,495	105			

a Predictors: (Constant), PPE, PROF, SIZE, DEFFIN, M/B RATIO

b Dependent Variable: BL

Kemudian, dilakukan uji parsial dengan T-test untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen secara individual (parsial) terhadap variabel dependen. Analisis tabel *coefficients* untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen.

Variabel *market-to-book ratio* (M/B ratio) memiliki nilai *p-value* 0,007 < 0,05 artinya variabel ini signifikan. Karena variabel *market-to-book ratio* signifikan berarti H1 diterima, yang berarti *market-to-book ratio* secara parsial berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan. Akan tetapi, koefisien *market-to-book ratio* yang positif bertentangan dengan hipotesis *market timing* yang menyatakan bahwa *market-to-book ratio* berhubungan negatif dengan *leverage*. Hal ini terjadi karena perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO memiliki *leverage* yang lebih besar setelah IPO,

sehingga koefisiennya menjadi positif.

Variabel defisit finansial memiliki nilai *p-value* 0,038 < 0,05 artinya variabel ini signifikan. Sehingga, H2 diterima. Hal ini berarti, variabel defisit finansial secara parsial berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan. Akan tetapi, variabel ini memiliki koefisien negatif signifikan yang juga bertentangan dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang seharusnya berhubungan positif dengan *leverage*.

Variabel SIZE memiliki nilai *p-value* 0,648 > 0,05 yang berarti variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *leverage* perusahaan. Variabel *profitability* memiliki nilai *p-value* 0,013 < 0,05 yang berarti variabel ini signifikan mempengaruhi *leverage* perusahaan. Variabel PPE memiliki nilai *p-value* 0,352 > 0,05 yang berarti variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *leverage* perusahaan.

Tabel 8
Uji Parsial
Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-.184	.314		-.586	.559
	M/B RATIO	.048	.017	.287	2.762	.007
	DEFFIN	-.128	.061	-.218	-2.098	.038
	SIZE	.005	.012	.044	.458	.648
	PROF	.301	.119	.238	2.521	.013
	PPE	.071	.076	.088	.935	.352

a Dependent Variable: BL

Model regresi untuk data IPO menjadi:

$$\Delta BL_t = -0,184 + 0,048(M/B)_{t-1} - 0,128DEFFIN_t + 0,005SIZE_{t-1} + 0,071PPE_{t-1} + 0,301PROF_{t-1} + \square_t$$

Berikut disajikan hasil analisis regresi dengan menggunakan spss untuk data *right issue*. Bahwa koefisien determinasi adalah sebesar 0,298 yang berarti bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah 29,8%, sedangkan 70,2% dipengaruhi oleh variabel lain selain variabel independen. Data Anova, nilai sig 0,000 < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variasi yang dijelaskan oleh model (*regression sum of squares*) tidak terjadi secara kebetulan, atau dengan kata lain model signifikan.

Uji parsial dengan T-test dilakukan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen secara individual (parsial) terhadap variabel dependen. Hasil uji ini dapat dilihat pada output SPSS tabel *coefficients*. Variabel *market-to-book ratio* (M/B ratio) memiliki nilai *p-value* 0,000 < 0,05 artinya variabel ini signifikan. Karena variabel *market-to-book ratio* signifikan berarti H1 untuk data *right issue* diterima. Koefisien *market-to-book ratio* negatif signifikan, hal ini sesuai dengan hipotesis *market timing* yang berhubungan

negatif dengan *leverage*. Artinya, *market-to-book ratio* secara parsial berpengaruh terhadap perubahan *book leverage* perusahaan-perusahaan yang melakukan *right issue*.

Variabel defisit finansial memiliki nilai *p-value* 0,000 < 0,05 artinya variabel ini signifikan. Sehingga, H2 diterima. Koefisien variabel defisit finansial positif signifikan, artinya, variabel defisit finansial secara parsial berpengaruh positif terhadap *book leverage* perusahaan-perusahaan yang melakukan *right issue*. Variabel *profitability* memiliki nilai *p-value* 0,000 < 0,05 sehingga variabel ini dianggap signifikan mempengaruhi variabel dependen *book leverage* perusahaan.

Model regresi untuk persistensi *equity market timing* jangka pendek menjadi:

$$\Delta BL_t = 0,101 - 0,288(M/B)_{t-1} + 0,404DEFFIN_t + 2,181PROF_{t-1} + \square_t$$

Tabel 9
Uji Parsial
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.101	.097		1.042	.300
	M/B RATIO	-.288	.066	-.415	-4.357	.000
	DEFFIN	.404	.081	.488	4.972	.000
	PROF	2.181	.435	.431	5.012	.000

a. Dependent Variable: BL

PEMBAHASAN

Pengaruh *Market-to-Book Ratio* terhadap *Leverage*

Pada pengujian hipotesis 1 dengan data IPO menunjukkan bahwa secara statistik penelitian ini dapat membuktikan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh terhadap *leverage*. Hal ini berarti bahwa ditemukan bukti yang mendukung hipotesis nol (H_0). Akan tetapi, arah koefisien yang positif tidak sesuai dengan hipotesis *market timing* yang menyatakan bahwa *market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Hal ini disebabkan rata-rata *leverage* perusahaan sampel yang lebih tinggi setelah IPO.

Pengujian hipotesis 1 dengan data *right issue* menunjukkan bahwa secara statistik penelitian ini juga memberikan dukungan adanya pengaruh *market-to-book ratio* terhadap *leverage*. Arah koefisien yang negatif juga sesuai dengan hipotesis *market timing*. Dengan demikian, dengan menggunakan data *right issue* pun juga mendukung hipotesis nol (H_0).

Pengaruh Defisit Finansial terhadap *Leverage*

Pengujian hipotesis 2 dengan data IPO menunjukkan bahwa secara statistik defisit finansial berpengaruh terhadap *leverage*. Hal ini berarti ditemukan adanya bukti yang mendukung hipotesis nol (H_0) bahwa defisit finansial berpengaruh terhadap *leverage*. Akan tetapi, arah koefisien yang negatif tidak sesuai dengan yang diharapkan. Defisit finansial diharapkan berhubungan positif terhadap *leverage*.

Pada pengujian hipotesis 2 dengan menggunakan data *right issue* juga menunjukkan adanya bukti yang mendukung hipotesis nol (H_0). Arah koefisien yang positif juga sesuai dengan yang diharapkan

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, maka simpulan yang dibuat 1) Untuk IPO, meski hasil uji regresi *market-to-book ratio* signifikan positif, akan tetapi penelitian ini tidak mendukung hipotesa *market timing* yang seharusnya *market-to-book ratio* berhubungan negatif dengan *leverage*. Hal ini mungkin terjadi karena dana hasil dari IPO tidak digunakan untuk membayar kewajiban perusahaan, terbukti dengan

perubahan *leverage* perusahaan yang positif (tingkat utang yang lebih tinggi di tahun IPO). Sedangkan untuk data *right issue*, hipotesa *market timing* didukung, terbukti dengan koefisien *market-to-book ratio* yang signifikan negatif; 2) Variabel defisit finansial untuk data IPO menunjukkan nilai yang signifikan, akan tetapi arah koefisien yang negatif tidak sesuai dengan yang diharapkan. Defisit finansial diharapkan berhubungan positif dengan *leverage*. Dengan demikian, untuk data IPO menunjukkan hal yang berbeda dengan hasil temuan Shyam-Sunder (1999), Fama dan French (2002), serta Frank dan Goyal (2003). Akan tetapi, hasil penelitian ini memperkuat hasil temuan Yau, Lau, dan Liwan (2008) yang menguji POT dengan dasar defisit pendanaan di Malaysia periode 1999-2005 yang juga menemukan pengaruh negatif antara defisit pendanaan terhadap penggunaan utang; 3) Untuk data *right issue*, koefisien defisit finansial adalah positif signifikan, hal ini sesuai dengan yang diharapkan. Dengan demikian untuk data *right issue* memperkuat temuan temuan Shyam-Sunder (1999), Chirinko dan Singha (2000), Fama dan French (2002), serta Frank dan Goyal (2003), bahwa defisit finansial memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *leverage* perusahaan; 4) Variabel ukuran untuk data IPO menunjukkan nilai positif signifikan. Arah nilai koefisien ini sesuai dengan yang diharapkan sebelumnya, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan; 5) Hasil pengujian data IPO maupun *right issue* untuk variabel *profitability* menunjukkan bahwa variabel ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Akan tetapi, arah koefisien yang positif tidak sesuai seperti yang diharapkan; 6) Untuk variabel PPE dengan data IPO juga menunjukkan hasil yang signifikan dan arah koefisiennya sesuai dengan yang diharapkan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *tangibility* yang dimiliki perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan 1) Penelitian hanya menggunakan periode jangka pendek sehingga tidak dapat diketahui pengaruh *market timing* terhadap *leverage* perusahaan jangka panjang; 2) Penelitian ini tidak menjelaskan pengaruh karakteristik sektor industri terhadap perilaku pendanaan perusahaan. Oleh karena itu disampaikan beberapa

saran, yaitu 1) Periode penelitian yang lebih panjang, karena kebanyakan studi *market timing* dilakukan dengan menggunakan rata-rata periode 20 tahun; 2) Dibedakan antara surplus dan defisit finansial yang dialami perusahaan sehingga dapat diketahui benar pengaruh variabel ini; 3) Menggunakan variabel lain yang juga dapat mempengaruhi keputusan pendanaan seperti tingkat bunga karena dimungkinkan perusahaan menerbitkan ekuitas karena menghindari tingkat bunga obligasi yang tinggi.

DAFTAR PUSTAKA

- Alti, A. 2006. How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure. *Journal of Finance*, 61: 1681-1710.
- Asquith, Paul dan David W. Mullins. 1986. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15: 61-89.
- Autore, D.M. dan Kovacs, T. 2005. Equity Issues and Temporal Variation in Information Asymmetry. www.ssrn.com.
- Babu, Suresh dan Jain, P.K. 1998. Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis with Reference to Capital Structures Practices in India. *Journal of Financial Management & Analysis*, 63-74.
- Baker, Malcolm dan Jeffrey Wurgler. 2000. Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57: 1-32.
- Barclay, Michael J.; Clifford W. Smith, Jr.; dan Ross L. Watts. 1995. The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7: 4-19.
- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management. Spring*, 26-35.
- Bathala, C.T., et al. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings and Agency Perspective. *Financial Management*, 38-50.
- Bie, Tijs De dan Leo De Haan. 2004. Market Timing and capital Structure: Evidence for Dutch Firms. *De Economist*. 155: 183-206.
- Chirinko, R.S., Singha, A.R. 2000. Testing static trade-off against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*, 58, 417-425.
- Dahlan, I.O. (2004). Market Timing dan Struktur Modal: Studi pada Perusahaan Non Keuangan Tercatat di BEJ. *Tesis*. S2 PSIM UI.
- Fama, Eugene F., dan Kenneth R. French. 2000. Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Working Paper*, University of Chicago.
- Flannery, Mark J, dan Kasturi P. Rangan. 2005. Partial Adjustment and Target Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67: 217-248.
- Green, C.J.; Murinde, V.; dan Suppakitjarak, J. 2003. Corporate Financial Structures in India. *South Asian Economic Journal*, 4(2): 245-274.
- Hoshi, T.; Kashyap, A.K.; Scharfstein. 1991. Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 33-60.
- Huang, S.G.H. dan Song, F.M. 2002. The Determinants of Capital Structure: Evidence From China. *Working Paper*, Hongkong University.
- Huang, R. & J.R. Ritter (2005). Testing the Market Timing of Capital Structure. *Working Paper*, University of Florida, pp. 1-44.
- Hovakimian, Armen; Tim Opler; dan Sheridan Titman. 2001. The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36: 1-24.

- Jalilvand, A, dan R. S. Harris. 1984. Corporate Capital Behaviour in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study. *Journal of Finance*, 39: 181-208.
- Jensen, M. C., dan W.H Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, 3: 305-360.
- Jung, K., Kim, Y., Stulz, R.M., 1996. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics*, 42: 159-185.
- Kayhan, Ayla, dan Sheridan Titman. 2004. Firms' Histories and Their Capital Structure. Unpublished LSU and University of Texas *Working Paper*.
- Korajczyk, Robert A.; Deborah Lucas; dan Robert McDonald. 1990. Understanding Stock Price behavior Around the Time of Equity Issues. In R. Glenn Hubbard, ed.: *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment* (University of Chicago Press, Chicago).
- Korajczyk, Robert, Deborah Lucas, dan Robert McDonald. 1991. The effects of information releases on the pricing and timing of equity issues. *Review of Financial Studies*, 4: 685-708.
- Kusumawati, D. & F. Danny (2006). Persistensi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Non Keuangan yang Tercatat di BEJ: Pendekatan Market Timing & Teori Struktur Modal Optimal. *Jurnal Ekonomi STEI*, 15 (32): 1-24.
- Loughan, T dan J.R. Ritter. 1995. The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, 50: 23-51.
- Masulis, R.W. dan Korwar, A.N. 1986. Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, 91-118.
- Marsh, Paul. 1982. The choice between equity and debt: An empirical study. *Journal of Finance*, 37: 121-44.
- Modigliani, F. dan Miller, M. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American economic Review*, 261-297.
- Myers, S.C. dan Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Pagano, Marco; F. Panetta, dan Luige Zingales. 1995. Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis. Manuscript, Graduate School of Business, University of Chicago.
- Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50: 1421-1460.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., dan Jordan B.D. 2003. *Fundamentals of Corporate Finance* (6th edition). New York: McGraw-Hill.
- Watson, Robert dan Wilson, Nick. 2002. Small and Medium Size Enterprises Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. *Journal of Business Finance & Accounting*, 7: 371-403.
- Wiwattanakantang, Y. 1999. An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-asis Finance Journal*, 7: 371-403.