

SENTIMEN INVESTOR, KENDALA KEUANGAN, DAN EQUITY MARKET TIMING

Meiyanne D. Permata Saad

Universitas Indonesia

Helson Siagian

Universitas Indonesia

This study attempts to find empirical evidences on whether capital structure of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) is consistent with that predicted by the equity market timing theory. We find three interesting findings in this study. First, capital structure of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange is consistent with prediction by equity market timing theory that aims at capitalizing mispricing. Second, the investors' sentiment would reinforce the equity market timing practice, where the equity market timing will show higher prevalence when investors' sentiment is high. This finding supports the studies by Baker and Wurgler (2002) and Baker et al (2007), which assert that the purpose of equity market timing is to capitalize mispricing. It also supports the studies by Kim and Shamsuddin (2008) and Hoque et al (2007), which note that Indonesian capital market is inefficient, and there is an indication that it is in the form of semi-strong form of market efficiency. Third, equity market timing would be practiced by a company when it has no financial constraint. When the firm has no financial constraint, it may have access to external source of financing so that it has a greater opportunity to practice equity market timing strategy. This, consequently, may reduce the market timing practice. This finding supports the study by Korajczyk dan Levy (2003), which found that market timing shall be exercised by firms that have no financial constraints.

Keyword: Investor Sentiment, Financial Constraints, Equity Market Timing

PENDAHULUAN

Baker dan Wurgler (2002) mengembangkan teori struktur modal *equity market timing* yaitu struktur modal merupakan hasil kumulatif dari upaya perusahaan untuk melakukan *market timing* di masa lalu. *Equity market timing* adalah praktik perusahaan untuk menerbitkan saham pada saat valuasi harga saham perusahaan di pasar sedang tinggi serta membeli kembali saham pada saat valuasi pasarnya sedang rendah. Tujuan perusahaan melakukan *equity market timing* adalah untuk mengeksploitasi fluktuasi temporer biaya saham terhadap biaya komponen modal lainnya. Eksploitasi ini dapat dilakukan karena fluktuasi biaya saham bukan disebabkan oleh fluktuasi risiko perusahaan.

Komponen-komponen harga pasar saham di pasar efisien terdiri dari nilai *asset in place* ditambah nilai *growth opportunity* (Myers, 1977; Kester, 1984; Reuer dan Tong, 2007). Pada pasar tidak efisien, variable yang juga turut membentuk harga pasar saham adalah sentimen investor, yaitu keyakinan investor terhadap arus kas harapan perusahaan di masa depan yang tidak didukung oleh informasi fundamental (Morck, Shleifer, dan Vishny, 1990 dan Baker dan Wurgler, 2007). Apabila sentimen investor diikuti oleh perubahan permintaan yang cukup besar terhadap saham perusahaan maka terjadi *mispricing*. Oleh karena itu, sebenarnya terdapat tiga kemungkinan pemicu *equity market timing* yaitu: (1) *growth*

opportunity, (2) asimetri informasi, dan (3) sentimen investor.

Perilaku investor kuasi rasional dan mekanisme arbitrase yang tidak berjalan sempurna akan mengakibatkan *mispicing* dan mengakibatkan pasar menjadi tidak efisien. Bukti empiris menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia berada dalam kondisi yang tidak efisien (Kim dan Shamsuddin, 2008; Hoque, Kim, dan Pyun, 2007) yang merupakan tanda bahwa investor di pasar modal Indonesia bersikap kuasi rasional. Pada pasar tidak efisien, manajer dapat memilih waktu yang tepat untuk menerbitkan saham, yaitu pada saat harga cukup tinggi di atas nilai wajarnya. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa teori struktur modal *equity market timing* dari Baker dan Wurgler (2002) akan berlaku di pasar tidak efisien.

Pendekatan yang baru dalam penelitian ini adalah faktor sentimen investor dan kendala keuangan dianggap sebagai penentu sensitivitas struktur modal terhadap harga saham. Jika faktor sentiment investor telah dijelaskan sebelumnya, penelitian Korajczyk dan Levy (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang tidak berkendala keuangan melakukan *market timing* pada saat keadaan makroekonomi sedang baik, tapi tidak demikian dengan perusahaan yang mengalami kendala keuangan. Berbeda dengan pengujian *equity market timing* Baker dan Wurgler (2002) yang non-kondisional, dalam penelitian ini sentimen investor dan kendala keuangan dianggap sebagai faktor utama yang menentukan apakah suatu perusahaan menerapkan *equity market timing* atau tidak.

Penelitian ini penting karena apabila struktur modal suatu perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ternyata mengikuti prediksi teori *equity market timing* yang kondisional terhadap sentimen investor dan kendala keuangan, maka terjadi perpindahan kekayaan dari satu

investor kepada investor lainnya dan alokasi modal investor di Bursa Efek Indonesia tersebut tidak efisien. Jika terdapat sentimen investor, dalam pengertian hasrat investor untuk bertransaksi tidak berdasarkan informasi fundamental perusahaan, maka dapat terjadi modal investor mengalir kepada instrumen investasi yang tidak memberikan imbal hasil maksimum pada tingkat resiko tertentu sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari satu investor kepada investor lainnya. Selanjutnya, jika perusahaan mengalami kendala keuangan maka perusahaan mungkin akan mengabaikan investasi dalam proyek yang mempunyai *net present value* positif. Hal ini terjadi karena perusahaan sulit untuk memperoleh akses terhadap sumber dana eksternal atau dana eksternal terlalu mahal. Dengan demikian, di pasar dimana terdapat fenomena sentimen investor dan kendala keuangan, besar kemungkinan terjadi perpindahan kekayaan antar investor serta perusahaan akan terlalu sedikit melakukan investasi.

Ada tiga pertanyaan yang akan dibahas dalam paper ini. Pertama, Apakah struktur modal perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengikuti prediksi teori *equity market timing*? Kedua, Apakah *equity market timing* yang dilakukan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tergantung kepada sentimen investor? Ketiga, Apakah *equity market timing* yang dilakukan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia diperlemah oleh kendala keuangan? Dengan memasukkan faktor sentimen investor dan kendala keuangan, diharapkan ditemukan penjelasan fenomena *equity market timing* dalam perspektif yang lebih lengkap, yaitu dari sisi investor dan perusahaan.

TINJAUAN TEORITIS

Model konseptual dan hipotesis untuk

menjawab pertanyaan penelitian dikembangkan dari model keuangan perusahaan *behavioral* dengan menganggap salah satu agen pengambil keputusan bersikap kuasi rasional. Kemudian, model ini dikembangkan lebih lanjut dengan memasukkan faktor sentimen investor dan kendala keuangan karena karakteristik perusahaan yang peka terhadap sentimen investor mirip dengan karakteristik perusahaan yang mengalami kendala keuangan sehingga menimbulkan dugaan perusahaan yang peka terhadap sentimen investor sekaligus juga perusahaan yang mengalami kendala keuangan.

Pendekatan yang digunakan untuk menganalisis keputusan struktur modal adalah pendekatan investor kuasi rasional dan manajer rasional yang dikembangkan dari model Baker, Ruback, dan Wurgler (2007). Pemilihan pendekatan ini didasarkan dua alasan. Pertama, pasar modal Indonesia secara empiris berada dalam kondisi tidak efisien (Kim dan Shamsuddin, 2008; Hoque et al., 2007). Walaupun Baker dan Wurgler (2002) tidak secara eksplisit menyatakan penelitian mereka mengasumsikan pasar dalam kondisi tidak efisien, namun mereka menyatakan bahwa variasi komponen biaya modal saham independen terhadap komponen biaya modal hutang. Dalam pasar yang efisien, teori CAPM dari Sharpe, Lintner dan Mossin menyatakan bahwa imbal hasil saham tergantung dari kesediaan investor untuk menanggung risiko. Harga surat berharga hanya ditentukan oleh aliran arus kas di masa depan yang disesuaikan dengan tingkat risikonya. Sehingga, variasi komponen biaya modal saham akan tergantung kepada variasi komponen biaya modal hutang; biaya modal saham akan meningkat (menurun) jika terdapat penambahan (penurunan) hutang dalam struktur modal suatu perusahaan. Biaya modal saham yang semakin besar (kecil) ini disebabkan oleh pening-

katan (penurunan) risiko terhadap arus kas, yang tersedia bagi pemegang saham, yang disebabkan oleh peningkatan (penurunan) *fixed financial cost* misalnya biaya bunga. Dalam pasar yang tidak efisien, imbal hasil saham juga ditentukan oleh besarnya *mispricing* yang merupakan salah satu komponen pembentuk harga saham. Apabila variasi harga saham terjadi karena variasi dalam *mispricing*, maka variasi komponen biaya modal saham dapat independen terhadap komponen biaya modal hutang. Hal ini dapat terjadi karena kenaikan (penurunan) biaya modal saham disebabkan oleh naik (turun)-nya harga saham. Namun, peningkatan (penurunan) biaya modal saham tidak disebabkan oleh peningkatan (penurunan) risiko perusahaan karena perubahan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan.

Kedua, manajer mempunyai kemampuan untuk mengenali *mispricing* (Baker et al., 2007). Paling tidak, terdapat dua bukti empiris mengapa manajer dianggap mempunyai kemampuan untuk mengenali *mispricing*. Pertama, manajer mempunyai informasi yang lebih superior dibandingkan investor yang dibuktikan dengan perolehan *return abnormal* jika bertransaksi sendiri (Muelbroek, 1992; Seyhun, 1992; dan Jenter, 2005). Kedua, manajer mampu menciptakan informasi yang lebih superior dengan cara melakukan *earning management* (Bradshaw, Richardson, dan Sloan, 2003). Dalam pendekatan ini, investor bersikap kuasi rasional mengikuti model Daniel et al. (1998), Gervais dan Odean (2001) serta Statman, Thorley, dan Vorkink (2006) yaitu penyimpangan harga saham dari nilai fundamentalnya disebabkan bias psikologi *overconfidence* terhadap ketepatan informasi pribadi dan *self-attribution* terhadap keberhasilan investasi. Kepercayaan diri investor akan bervariasi tergantung dari konfirmasi sinyal publik terhadap transaksi yang dilakukan ber-

dasarkan sinyal pribadi yang dia peroleh. Jika sinyal publik mengkonfirmasi sinyal pribadi maka kepercayaan diri akan semakin bertambah, demikian sebaliknya. *Overconfidence* dan *self-attribution* mengimplikasikan momentum jangka pendek dan *reversal*/jangka panjang (Daniel et al., 1998).

Dalam pasar yang tidak efisien, manajer yang rasional dapat mempunyai tujuan kapitalisasi *mispricing* temporer harga saham untuk keuntungan investor jangka panjang selain tujuan memaksimalkan nilai fundamental (Baker, Ruback, dan Wurgler, 2007). Hal ini dilakukan dengan cara menerbitkan saham pada saat harganya melebihi nilai fundamental dan membeli kembali pada saat harganya berada dibawah nilai fundamental (Baker dan Wurgler, 2002). Alasannya adalah pada saat harga saham melebihi nilai fundamentalnya maka *cost of equity* menjadi rendah. Sebaliknya, *cost of equity* akan menjadi tinggi pada saat harga saham berada di bawah nilai fundamentalnya. Penerbitan (pembelian kembali) saham pada saat harga pasar saham berada di atas (bawah) nilai fundamentalnya akan memindahkan sebagian nilai perusahaan dari investor baru kepada investor lama.

Investor mempunyai kecenderungan psikologis untuk melebihkan ketepatan sinyal pribadi dibandingkan sinyal publik (*overconfidence*). Fenomena ini akan semakin kuat jika pada periode berikutnya setelah keputusan investasi ternyata sinyal publik mengkonfirmasi keputusan investor tersebut (*self attribution*). Fenomena psikologi tersebut dapat menyebabkan harga saham berbeda atau tidak berbeda dengan nilai fundamentalnya tergantung apakah kondisi di pasar modal terdapat *short-sell constraint* dan *limit to arbitrage* atau tidak. *Short-sell constraint* menyebabkan investor yang cerdas tidak dapat mengkoreksi saham-saham yang mempunyai nilai diatas nilai fundamental, sedangkan

limit to arbitrage akan menghalangi investor yang cerdas untuk mengkoreksi harga saham yang berada di atas maupun di bawah nilai fundamental.

Apabila di pasar modal terdapat *short-sell constraint* dan *limit to arbitrage* maka, menurut Baker dan Stein (2004), pasar yang likuid merupakan tanda bahwa investor yang terlalu percaya diri sedang mendominasi pasar tersebut. Manajer yang rasional menganggap likuiditas sebagai tanda kapan saat yang tepat untuk melakukan penerbitan atau pembelian kembali saham. Likuiditas pasar yang tinggi mengindikasikan harga berada di atas nilai fundamentalnya sehingga *cost of equity*-nya menjadi rendah. Tindakan dari manajer yang rasional, jika menghadapi situasi tersebut, akan melakukan penerbitan saham. Sedangkan pada saat likuiditas pasar rendah maka akan berlaku hal yang sebaliknya. Alasan manajer melakukan *equity market timing* tersebut adalah bahwa manajer yang rasional mempunyai tujuan memaksimalkan nilai kekayaan pemegang saham yaitu dengan cara mengalihkan kekayaan dari investor baru kepada investor lama. Sedangkan apabila di pasar modal tidak terdapat *short-sell constraint* dan *limit to arbitrage* maka, menurut Chordia et. al (2008), likuiditas pasar yang tinggi akan mendorong aktivitas arbitrase sehingga harga pasar saham menjadi efisien. Likuiditas pasar yang tinggi menjadi tanda bahwa harga pasar saham mendekati nilai wajarnya. Penelitian yang lebih baru dari Fang et al. (2009) mendukung temuan dari Chordia et al. (2008) yaitu likuiditas meningkatkan kandungan informasi dalam harga pasar sehingga pasar menjadi lebih efisien. Oleh karena itu, berbeda dengan Baker dan Stein (2004), likuiditas pasar yang tinggi justru bukan merupakan tanda bagi manajer untuk melakukan *equity market timing* karena tidak terdapat *mispricing* yang bisa dikapitalisasi oleh manajer untuk

keuntungan pemegang saham yang telah ada.

Selain itu, perusahaan yang berada di pasar modal di negara berkembang mungkin saja mengalami masalah kendala keuangan yang bisa disebabkan oleh asimetri informasi, biaya keagenan, kontrak tidak lengkap, atau sistem pajak (Rauh, 2006), serta perlindungan hak milik privat (Beck, Kunt, dan Maksimovic, 2008). Kendala keuangan menyebabkan perusahaan sulit untuk mempunyai akses terhadap sumber dana eksternal karena biayanya jauh lebih mahal dibandingkan sumber dana internal. Manajer yang rasional, jika mengalami kondisi ini, akan menghindari pendanaan yang berasal dari sumber eksternal.

Oleh karena itu, keputusan perusahaan untuk menerbitkan atau membeli kembali saham selain ditentukan oleh sentimen investor yang dapat menyebabkan harga pasar saham berbeda dengan nilainya, juga ditentukan oleh tinggi atau rendahnya masalah kendala keuangan yang dihadapi suatu perusahaan. Walaupun harga pasar sedang tinggi namun masalah kendala keuangan akan menyebabkan perusahaan sulit untuk melakukan *equity market timing*. Oleh karena itu, tinggi (rendah)-nya kendala keuangan akan menyebabkan perusahaan dapat melakukan (tidak melakukan) *equity market timing* serta terekam dan terakumulasi dalam struktur modal suatu perusahaan.

Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1: *Equity market timing* berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*.

Hipotesis 2: *Equity market timing* yang berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage* tergantung pada sentimen investor.

Hipotesis 3: *Equity market timing* yang berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage* diperlemah oleh tingkat kendala keuangan.

METODOLOGI PENELITIAN

Data

Sumber data yang digunakan adalah OSIRIS, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), dan database dari PT Jasatama, berupa laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur dari tahun 1994 sampai dengan 2008 serta harga saham bulanan dari tahun 1994 sampai 2008 diambil dari *Jakarta Stock Exchange online database*. Sampel yang dipilih dikelompokkan berdasarkan periode setelah IPO dan diperoleh 68 perusahaan manufaktur untuk periode IPO+1 sampai IPO+6, 61 perusahaan untuk IPO+7, 50 perusahaan untuk IPO+8, 44 perusahaan untuk IPO+9 dan 43 perusahaan untuk IPO+10.

Operasionalisasi Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat *leverage* yang diukur dengan menggunakan rasio *debt-to-asset* yang mengukur tingkat *leverage* suatu perusahaan atau seberapa besar investasi perusahaan didanai oleh utang. Variabel ini telah digunakan dalam penelitian-penelitian Baker dan Wurgler (2002) serta Chazy dan Tripathy (2008).

Variabel independen yang digunakan adalah "*external finance weighted average market-to-book* (M/B)_{efwa}", yaitu rata-rata tertimbang dari rasio *market-to-book* di masa lalu yang telah digunakan dalam penelitian Baker dan Wurgler (2002) serta Chazy dan Tripathy (2008), dihitung dengan cara:

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

dimana *M* adalah nilai buku aset dikurangi nilai buku saham ditambah kapitalisasi pasar (harga per lembar saham dikalikan jumlah

saham yang beredar), B adalah nilai buku aset, e adalah penerbitan saham bersih yaitu perubahan nilai buku saham dikurangi perubahan nilai laba ditahan, d adalah penerbitan hutang bersih yaitu perubahan nilai buku hutang, r adalah periode sampel (pada penelitian ini ditujukan pada perusahaan yang IPO mulai dari tahun 1994 – 2008), dan s adalah periode observasi.

Variabel independen yang lain adalah sentimen investor, kendala keuangan dan variable kontrol. Proksi sentimen investor yang digunakan adalah likuiditas pasar (Baker dan Stein, 2004) yang diukur melalui perputaran saham yaitu dihitung dengan cara membagi volume perdagangan per bulan dengan jumlah saham yang tercatat di bursa pada bulan itu, kemudian nilai tersebut dijumlahkan untuk memperoleh nilai likuiditas tahunan. Dari data likuiditas tahunan tersebut, selanjutnya dirata-ratakan untuk periode dari mulai IPO sampai dengan $t - 1$.

$$\left(\frac{D}{A}\right)_t = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{efwa,t-1} + \beta_2 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_3 \left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + \beta_4 \left(\frac{EBITDA}{A}\right)_{t-1} + \beta_5 \ln(S)_{t-1} + \varepsilon_t$$

dimana: D/A adalah rasio nilai buku hutang terhadap nilai buku aset (*leverage*), M/B_{efwa} adalah *external finance weighted average market-to-book*.

Model empiris yang digunakan untuk menguji apakah *equity market timing* yang berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage* tergantung pada sentimen investor

$$\left(\frac{D}{A}\right)_t = \delta_0 + (\delta_1 + \delta_{FC} FC_{t-1}) \left(\frac{M}{B}\right)_{efwa,t-1} + \delta_2 FC_{t-1} + \delta_3 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \delta_4 \left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + \delta_5 \left(\frac{EBITDA}{A}\right)_{t-1} + \delta_6 \ln(S)_{t-1} + \varepsilon_t$$

dimana kendala keuangan (FC) menggunakan dua proksi yaitu rasio arus kas operasi terhadap asset dan \ln penjualan bersih.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian struktur modal teori *equity market timing* selama ini dilakukan dengan

Proksi kendala keuangan yang digunakan adalah ukuran arus kas operasi dan aset perusahaan. Arus kas yang digunakan adalah laba bersih sebelum depresiasi dan amortisasi yang diskalakan oleh nilai buku aset periode sebelumnya (Baker et al., 2003; Chang et al., 2007).

Variabel kontrol yang digunakan terdiri dari M/B yaitu rasio nilai pasar saham terhadap nilai buku saham, PPE/A yaitu rasio nilai buku dari property, plant, dan equipment terhadap aset, $EBITDA/A$ yaitu rasio laba sebelum bunga, pajak, depresiasi, dan penyisihan terhadap aset, dan $\ln S$ yaitu logaritma natural dari penjualan bersih.

Model Empiris

Model empiris yang digunakan untuk menguji apakah *equity market timing* berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*, adalah:

dimana variabel sentimen investor yang digunakan adalah perputaran saham. Model empiris yang digunakan untuk menguji apakah *equity market timing* yang berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage* diperlemah oleh tingkat kendala keuangan adalah:

cara menghubungkan antara rasio rata-rata tertimbang pendanaan eksternal *market-to-book* (M/B_{efwa}) terhadap tingkat *leverage*. Dari hasil penelitian yang menunjukkan hubungan yang negatif antara M/B_{efwa} dengan *leverage* dapat disimpulkan bahwa manajer akan melakukan penerbitan atau pembelian kembali saham pada saat harga

pasar berbeda dengan nilai fundamentalnya. Namun demikian rasio *market-to-book* bisa merupakan proksi dari tiga kondisi yaitu *growth opportunity*, informasi asimetri dan *mispricing*. Selain itu motivasi perusahaan untuk melakukan *equity market timing* tidak hanya dipicu oleh *mispricing* yang terjadi di pasar. Jika perusahaan tidak memiliki akses terhadap pasar modal maka walaupun terjadi *mispricing* di pasar, perusahaan tidak dapat melakukan *equity market timing*.

Penelitian ini bergerak lebih jauh dengan mengidentifikasi penyebab terjadinya *equity market timing*. Jika *equity market timing* disebabkan oleh keinginan perusahaan mengkapitalisasi *mispricing* maka hal ini disebabkan oleh perilaku investor yang kuasi rasional. Dalam kondisi di pasar terjadi *short sale constraint* serta *limit to arbitrage* maka likuiditas adalah ciri dimana pasar tersebut didominasi oleh investor yang terlalu percaya diri sehingga likuiditas dapat menjadi indikator terjadinya *mispricing* (Baker dan Stein, 2004). Sebaliknya, jika di pasar tidak terdapat *short sale constraint* serta *limit to arbitrage* maka likuiditas adalah ciri dimana pada pasar tersebut terjadi kompetisi diantara investor sehingga likuiditas menjadi indikator tidak terjadinya *mispricing* atau pasar saham berada dalam kondisi efisien (Chordia et. al., 2008). Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan likuiditas sebagai indikator telah terjadi atau tidak terjadinya *mispricing* di pasar.

Proksi likuiditas yang dipilih adalah perputaran saham (Baker dan Stein, 2004 serta Lesmond, 2005). Dasar pemikirannya adalah karena nilai fundamental saham merupakan *present value* dari seluruh aliran kas di masa depan maka investor yang rasional seharusnya adalah investor yang berhorison waktu jangka panjang. Oleh karena itu pembedaan horison waktu investor ke dalam jangka panjang dan jangka pendek diharapkan dapat menge-

lompokkan investor menjadi investor yang rasional dan investor yang kuasi rasional. Namun, bisa juga terjadi investor yang berhorison pendek justru merupakan investor yang rasional karena memanfaatkan kesempatan untuk melakukan arbitrase pada saat melihat harga pasar saham berbeda dengan nilai wajarnya. Oleh karena itu penggunaan perputaran saham sebagai proksi ada atau tidak adanya *mispricing* didasarkan kepada alasan ada atau tidak adanya kesempatan arbitrase yang menyebabkan investor yang rasional atau kuasi rasional melakukan transaksi di pasar. Jika terdapat kesempatan arbitrase maka perputaran saham yang tinggi merupakan tanda mekanisme arbitrase sedang berjalan dan, oleh karenanya, pasar saham menjadi efisien. Jika tidak terdapat kesempatan arbitrase maka perputaran saham yang tinggi menunjukkan bahwa transaksi saham didominasi oleh investor yang terlalu percaya diri sehingga harga yang terbentuk berada di atas nilai wajarnya. Jadi, perputaran saham yang tinggi dapat menunjukkan harga pasar saham sedang berbeda dengan nilai wajarnya (sesuai pendapat Baker dan Stein, 2004 serta Lesmond, 2005) atau bahkan mendekati nilai wajarnya (sesuai pendapat Chordia et.al, 2008).

Selain mengidentifikasi pemicu *mispricing*, penelitian ini juga memasukkan faktor lain yang memotivasi perusahaan untuk melakukan *equity market timing*. Faktor tersebut adalah kendala keuangan. Perusahaan akan mengalami kendala keuangan jika perusahaan tidak mempunyai akses ke pasar modal atau biaya pendanaan eksternal jauh lebih mahal dibandingkan dengan biaya pendanaan internal. Penggunaan faktor kendala keuangan dalam penelitian ini mengikuti penelitian-penelitian terdahulu yaitu *cash flow* (Baker et al., 2003; Chang et al., 2007), dan aset (Gilchrist dan Himmelberg, 1996; Almeida et al., 2004).

Hasil penelitian menunjukkan hubungan yang negatif antara M/B_{efwa} dengan *leverage*, terutama dalam periode 4 sampai dengan 10 tahun setelah IPO, sehingga

disimpulkan bahwa manajer akan melakukakan penerbitan atau pembelian kembali saham pada saat harga pasar berbeda dengan nilai fundamentalnya.

Tabel 1. Hasil pengujian hipotesis 1: Rasio *market-to-book* historis berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Variabel bebas yang digunakan adalah *Leverage* (D/A), dengan variabel utama rasio rata-rata tertimbang pendanaan eksternal *market-to-book* historis (M/B_{efwa}) dan variabel kontrol rasio *market-to-book* (M/B), PPE/A sebagai proksi dari kolateral, EBITDA/A sebagai proksi dari profitabilitas, *Sales* sebagai proksi dari ukuran perusahaan. Model dalam penelitian ini terdapat 9 buah model, yaitu IPO + 2 sampai dengan IPO + 10. IPO + 2 artinya menggunakan perusahaan yang berada dalam periode dua tahun setelah IPO, hal yang sama berlaku pula untuk IPO + 3, IPO + 3, IPO + 4, IPO + 5, IPO + 6, IPO + 7, IPO + 8, IPO + 9 dan IPO + 10 serta FM (regresi Fama MacBeth). Nilai pada baris pertama adalah koefisien regresi, pada baris kedua nilai t dan baris ketiga adalah p *value* dari variabel tersebut. *** signifikan pada tingkat 1%, ** signifikan pada tingkat 5%, dan * signifikan pada tingkat 10%, nilai p value yang digunakan adalah satu arah.

Variabel	IPO+2	IPO+3	IPO+4	IPO+5	IPO+6	IPO+7	IPO+8	IPO+9	IPO+10	FM
Konstanta	-0.4570	-0.3336	-0.2796	-0.3793	0.2135	-1.1913	0.8778	1.6496	2.1085	0.2454
	-0.8752	-0.5189	-0.3631	-0.3682	0.7850	-1.2248	0.5228	1.3043	2.2644	0.6791
	0.3849	0.6056	0.7177	0.7140	0.4354	0.2259	0.6038	0.2000	0.0295	0.0295
$MB_{efwa,t-1}$	0.0144	0.0020	***-0.1174	*-0.1113	*-0.0283	***-0.0682	***-0.1217	***-0.0888	***-0.1243	***-0.0715
	0.4332	0.8057	-3.6127	-0.8585	-1.1287	-3.7192	-2.2664	-4.3006	-2.8978	-3.9223
	0.6666	0.6059	0.0002	0.0985	0.0659	0.0001	0.0071	0.0000	0.0000	0.0022
MB_{t-1}	-0.0073	0.0200	*0.1103	0.0976	0.0139	**0.1532	**0.3309	***0.1930	***0.3155	***0.1363
	-0.1451	0.5744	1.3399	0.7613	0.3123	1.7266	1.8967	5.6069	7.0952	3.2750
	0.5575	0.2839	0.0926	0.2247	0.3780	0.0450	0.0322	0.0000	0.0000	0.0056
$(PPE/A)_{t-1}$	0.2656	*0.2661	**0.4668	-0.0913	0.0472	*0.2312	-0.0963	0.3754	*0.5200	***0.2205
	1.2760	1.5409	2.3104	-0.4028	0.2122	1.3679	-0.2011	1.2175	1.3482	2.9363
	0.1034	0.0642	0.0121	0.6556	0.4163	0.0885	0.5793	0.1155	0.0929	0.0094
$(EBITDA/A)_{t-1}$	**-0.3767	***-0.6917	-0.4308	***-0.9192	**0.7229	***-2.5057	***-2.6374	***-2.4079	***-3.1983	***-1.5434
	-1.7722	-2.8080	-1.2437	-2.8024	-1.8066	-2.9512	-2.5435	-8.0359	-6.1944	-4.1421
	0.0407	0.0034	0.1092	0.0034	0.0379	0.0023	0.0073	0.0000	0.0000	0.0016
Ln Sales _{t-1}	**0.0468	*0.0446	0.0399	*0.0626	**0.0277	**0.0959	-0.0004	-0.0507	-0.0790	0.0208
	1.7452	1.3285	0.9930	1.3498	2.3838	1.8864	-0.0052	-0.8003	-1.6756	1.1272
	0.0430	0.0945	0.1623	0.0910	0.0101	0.0323	0.5021	0.7858	0.9489	0.1462
R-squared	0.1021	0.1023	0.2321	0.1233	0.0881	0.3886	0.2516	0.7183	0.7697	
Adjusted R-squared	0.0297	0.0299	0.1701	0.0526	0.0146	0.3330	0.1665	0.6812	0.7386	
Log likelihood	-6.0749	-16.6422	-15.4294	-23.8693	-35.0769	-30.2591	-51.0785	-11.2756	-15.5472	
F-statistic	1.4096	1.4125	3.7473	1.7436	1.1986	6.9910	2.9579	19.3754	24.7303	
Prob(F-statistic)	0.2333	0.2322	0.0050	0.1380	0.3204	0.0000	0.0219	0.0000	0.0000	
Akaike info criterion	0.3551	0.6659	0.6303	0.8785	1.2081	1.1888	2.2831	0.7853	1.0022	
Schwarz criterion	0.5510	0.8618	0.8261	1.0743	1.4040	1.3965	2.5126	1.0286	1.2479	
Hannan-Quinn criter.	0.4327	0.7435	0.7079	0.9561	1.2857	1.2702	2.3705	0.8755	1.0928	
Durbin-Watson stat	1.9961	2.3242	2.5689	2.7684	2.6071	2.3746	2.0164	1.7539	1.9556	
Sampel	68	68	68	68	61	50	50	44	43	

Sumber : Hasil penelitian, data diolah (2010)

Selain itu, hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh nilai persepsi investor terhadap perusahaan. Pada saat nilai persepsi investor terhadap perusahaan sedang tinggi maka perusa-

haan akan menerbitkan saham dan sebaliknya pada saat persepsi investor terhadap nilai perusahaan sedang rendah maka perusahaan akan membeli kembali saham (hasil pengujian Hipotesis 1).

Tabel 2. Hasil pengujian hipotesis 2 menggunakan turnover sebagai proksi dari Sentimen Investor: Rasio market-to-book historis yang berpengaruh negatif terhadap leverage bergantung pada tingkat sentimen investor. Variabel bebas yang digunakan adalah leverage (D/A), dengan variabel utama rasio rata-rata tertimbang pendanaan eksternal market-to-book historis $(M/B)_{efwa}$ serta interaksi antara sentimen investor dan rasio rata-rata tertimbang pendanaan eksternal market-to-book historis $(IS*(M/B)_{efwa})$, proksi yang digunakan untuk sentimen investor (IS) adalah turnover. Selain itu digunakan juga variabel kontrol rasio market-to-book (M/B), PPE/A sebagai proksi dari kolateral, EBITDA/A sebagai proksi dari profitabilitas, Sales sebagai proksi dari ukuran perusahaan. Model dalam penelitian ini terdapat 9 buah model, yaitu IPO + 2 sampai dengan IPO + 10. IPO + 2 artinya menggunakan perusahaan yang berada dalam periode dua tahun setelah IPO, hal yang sama berlaku pula untuk IPO + 3, IPO + 3, IPO + 4, IPO + 5, IPO + 6, IPO + 7, IPO + 8, IPO + 9 dan IPO + 10 serta FM (regresi Fama MacBeth). Nilai pada baris pertama adalah koefisien regresi, pada baris kedua nilai t dan baris ketiga adalah p value dari variabel tersebut. *** signifikan pada tingkat 1%, ** signifikan pada tingkat 5%, dan * signifikan pada tingkat 10%, nilai p value yang digunakan adalah satu arah.¹

Variabel	IPO+2	IPO+3	IPO+4	IPO+5	IPO+6	IPO+7	IPO+8	IPO+9	IPO+10	FM
Konstanta	-0.3690	-0.1416	-0.1884	-0.2072	0.1443	-0.7071	0.7768	1.2399	1.7362	0.2538
	-0.6935	-0.2346	-0.2305	-0.1886	0.5941	-0.8075	0.4736	1.2416	1.6929	0.9325
	0.4907	0.8153	0.8185	0.8510	0.5546	0.4229	0.6382	0.2222	0.0991	0.3783
$Sl_{t-1} * MB_{efwa,t-1}$	-0.0089	*-0.0298	-0.0109	**0.0702	***-0.1360	*-0.1042	0.1154	0.2837	0.2264	0.0295
	-1.2833	-1.5089	-0.9670	-1.9078	-3.4099	-1.4537	0.5308	1.8382	1.5926	0.6029
	0.1022	0.0683	0.1687	0.0306	0.0006	0.0759	0.7009	0.9630	0.9400	0.7184
$MB_{efwa,t-1}$	0.0294	0.0315	***-0.1068	-0.1273	0.0556	-0.0317	*-0.1695	***-0.2136	***-0.2209	**0.0837
	0.8416	1.5751	-2.7844	-0.9401	2.0028	-1.1974	-1.3945	-2.7477	-2.9347	-2.3210
	0.7984	0.9398	0.0036	0.1755	0.9752	0.1182	0.0852	0.0046	0.0029	0.0244
MB_{t-1}	-0.0254	-0.0060	*0.1068	0.1677	0.0567	**0.1596	**0.3608	***0.2523	***0.3651	***0.1596
	-0.4827	-0.1514	1.3055	1.1190	1.2733	1.9109	1.7649	4.8868	6.9810	3.3228
	0.6845	0.5599	0.0983	0.1338	0.1039	0.0307	0.0424	0.0000	0.0000	0.0052
$(PPE/A)_{t-1}$	0.2648	*0.2702	**0.4817	-0.1346	0.0133	0.1926	-0.1085	0.3521	*0.5626	**0.2105
	1.2681	1.5010	2.3186	-0.5927	0.0604	1.0482	-0.2220	1.2534	1.5798	2.5667
	0.1048	0.0693	0.0119	0.7222	0.4760	0.1496	0.5874	0.1090	0.0615	0.0166
$(EBITDA/A)_{t-1}$	**0.3623	***-0.7319	-0.4138	***-1.1163	***-1.5888	***-2.5905	***-2.6850	***-2.2687	***-3.0675	***-1.6473
	-1.7294	-3.0817	-1.1808	-3.1759	-3.6284	-3.0875	-2.4730	-6.3743	-3.8073	-4.7481
	0.0444	0.0016	0.1212	0.0012	0.0003	0.0016	0.0087	0.0000	0.0003	0.0007
Ln Sales _{t-1}	*0.0427	0.0354	0.0346	0.0547	***0.0311	*0.0729	0.0037	-0.0332	-0.0649	0.0197
	1.5700	1.0989	0.8039	1.0958	3.3023	1.6260	0.0496	-0.6652	-1.2156	1.3456
	0.0608	0.1381	0.2123	0.1388	0.0008	0.0549	0.4804	0.7450	0.8840	0.1077
R-squared	0.1090	0.1229	0.2358	0.1622	0.1660	0.4166	0.2553	0.7459	0.7845	
Adjusted R-squared	0.0213	0.0366	0.1607	0.0798	0.0840	0.3517	0.1514	0.7046	0.7486	
Log likelihood	-5.8124	-15.8531	-15.2623	-22.3264	-32.0416	-28.8304	-50.9541	-9.0079	-14.1149	
F-statistic	1.2434	1.4240	3.1376	1.9679	2.0239	6.4259	2.4566	18.0978	21.8463	
Prob(F-statistic)	0.2971	0.2202	0.0096	0.0842	0.0760	0.0000	0.0394	0.0000	0.0000	
Akaike info criterion	0.3768	0.6722	0.6548	0.8625	1.1483	1.1748	2.3182	0.7276	0.9821	
Schwarz criterion	0.6053	0.9006	0.8833	1.0910	1.3768	1.4170	2.5858	1.0115	1.2688	
Durbin-Watson stat	1.9580	2.2427	2.5175	2.5747	2.2720	2.2213	2.0145	1.7114	1.9474	
Sampel	68	68	68	68	61	50	50	44	43	

Sumber : Hasil penelitian, data diolah (2010)

¹ Selain metoda yang digunakan di atas, juga dilakukan metoda *two-stage least square regression* dengan hasil pada regresi tahap pertama, perputaran saham tidak mempengaruhi M/B_{efwa} . Hasil regresi tahap kedua, menunjukkan *predicted* M/B_{efwa} berpengaruh terhadap tingkat leverage pada periode IPO+7 dan IPO+9. Padahal, pada regresi tahap pertama tidak terbukti adanya pengaruh perputaran saham terhadap M/B_{efwa} . Sehingga hasil untuk periode IPO+7 dan IPO+9 tidak valid.

Nilai persepsi investor terhadap perusahaan dipengaruhi oleh sentimen investor. Jika sentimen investor sedang tinggi (rendah) maka pengaruh nilai persepsi

investor terhadap penerbitan (pembelian kembali) saham menjadi semakin kuat (hasil pengujian Hipotesis 2).

Tabel 3. Hasil pengujian hipotesis 3 menggunakan CFO/A sebagai proksi dari kendala keuangan: rasio *market-to-book* historis yang berpengaruh negatif terhadap *leverage* dimoderasi oleh kendala keuangan. Variabel bebas yang digunakan adalah *Leverage* (D/A), dengan variabel utama rasio rata-rata tertimbang pendanaan eksternal *market-to-book* historis $(M/B)_{\text{efwa}}$ serta interaksi antara kendala keuangan dan rasio rata-rata tertimbang pendanaan eksternal *market-to-book* historis $(FC*(M/B)_{\text{efwa}})$, proksi yang digunakan untuk kendala keuangan (FC) adalah CFO. Disamping itu digunakan juga variabel kontrol rasio *market-to-book* (M/B), PPE/A sebagai proksi dari kolateral, EBITDA/A sebagai proksi dari profitabilitas, *Sales* sebagai proksi dari ukuran perusahaan. Model dalam penelitian ini terdapat 9 buah model, yaitu IPO + 2 sampai dengan IPO + 10. IPO + 2 artinya menggunakan perusahaan yang berada dalam periode dua tahun setelah IPO, hal yang sama berlaku pula untuk IPO + 3, IPO + 3, IPO + 4, IPO + 5, IPO + 6, IPO + 7, IPO + 8, IPO + 9 dan IPO + 10 serta FM (regresi Fama MacBeth). Nilai pada baris pertama adalah koefisien regresi, pada baris kedua nilai t dan baris ketiga adalah p *value* dari variabel tersebut. *** signifikan pada tingkat 1%, ** signifikan pada tingkat 5%, dan * signifikan pada tingkat 10%, nilai p value yang digunakan adalah satu arah.

Variabel	IPO+2	IPO+3	IPO+4	IPO+5	IPO+6	IPO+7	IPO+8	IPO+9	IPO+10	FM
Konstanta	-0.8998	-0.3756	-0.5154	-0.3427	-0.2234	-0.8952	-0.5800	1.2652	0.5397	-0.2252
	-1.5200	-0.5987	-0.6958	-0.3371	-0.5735	-0.9003	-0.4076	1.0890	0.5555	-0.9608
	0.1338	0.5517	0.4892	0.7372	0.5684	0.3720	0.6857	0.2834	0.5821	-0.3648
FC _{t-1}	-0.7532	-1.3253	-0.5141	-0.2738	-0.9288	-0.1147	2.4636	-0.0898	0.3579	-0.1309
	-2.1137	-3.3099	-0.7865	-0.4138	-1.0484	-0.1596	1.0756	-0.1365	0.3697	-0.3587
	0.9807	0.9992	0.7827	0.6598	0.8507	0.5631	0.1441	0.5539	0.3569	0.6355
FC _{t-1} *MB _{efwa,t-1}	-0.0327	0.3057	-0.0937	-0.0065	***-0.0819	0.3671	** -1.8903	-0.3870	***-0.7710	-0.2885
	-0.3490	0.8426	-0.3496	-0.0317	-3.2395	0.8541	-1.6921	-1.1225	-2.2494	-1.2534
	0.3642	0.7986	0.3640	0.4875	0.0010	0.8016	0.0490	0.1346	0.0155	0.1227
MB _{efwa,t-1}	0.0120	-0.0119	***-0.1368	-0.0966	0.0086	***-0.1077	-0.0069	***-0.0631	***-0.0818	***-0.0538
	0.3059	-0.7595	-3.5033	-0.7110	0.4854	-2.4881	-0.1099	-2.8954	-3.2792	-2.9059
	0.6197	0.2253	0.0005	0.2399	0.6854	0.0080	0.4565	0.0032	0.0012	0.0099
MB _{t-1}	0.0054	0.0219	*0.1396	0.1006	0.0479	0.1146	**0.6333	***0.2778	***0.4365	**0.1975
	0.1245	0.6000	1.5951	0.7312	0.9047	1.0245	2.0820	2.8493	4.5868	2.7809
	0.4507	0.2754	0.0580	0.2338	0.1846	0.1552	0.0218	0.0036	0.0001	0.0119
(PPE/A) _{t-1}	0.2628	0.1823	***0.5499	-0.0747	0.2554	0.1640	0.0875	*0.4382	**0.5555	***0.2690
	1.2661	1.1295	2.8754	-0.3201	1.2187	0.7900	0.2569	1.6110	1.9313	3.8069
	0.1052	0.1316	0.0028	0.6250	0.1139	0.2165	0.3993	0.0580	0.0308	0.0026
(EBITDA/A) _{t-1}	0.1172	** -0.4581	-0.1514	** -0.8950	* -0.7526	*** -2.8860	** -1.6465	*** -1.9922	*** -1.8418	*** -1.1674
	0.5261	-1.9175	-0.4408	-1.9647	-1.3479	-2.7319	-1.6950	-5.7188	-2.4467	-3.5582
	0.6996	0.0300	0.3305	0.0271	0.0914	0.0043	0.0488	0.0000	0.0098	0.0037
Ln Sales _{t-1}	**0.0680	*0.0507	0.0489	*0.0600	**0.0427	**0.0882	0.0368	-0.0402	-0.0174	**0.0375
	2.2874	1.5597	1.2287	1.2965	2.3739	1.7714	0.5136	-0.6708	-0.3560	2.7528
	0.0129	0.0621	0.1120	0.0999	0.0104	0.0411	0.3051	0.7467	0.6380	0.0125
R-squared	0.2037	0.2529	0.2886	0.1342	0.1936	0.3993	0.3855	0.7488	0.8478	
Adjusted R-squared	0.1108	0.1657	0.2056	0.0332	0.0995	0.3200	0.2931	0.7000	0.8174	
Log likelihood	-1.9913	-10.3987	-12.9299	-23.4437	-30.8987	-29.7175	-46.1491	-8.7479	-6.6417	
F-statistic	2.1925	2.9010	3.4771	1.3284	2.0577	5.0339	3.7641	15.3337	27.9505	
Prob(F-statistic)	0.0474	0.0111	0.0034	0.2529	0.0623	0.0002	0.0030	0.0000	0.0000	
Akaike info criterion	0.2939	0.5411	0.6126	0.9248	1.1441	1.2366	2.1660	0.7613	0.6810	
Schwarz criterion	0.5550	0.8023	0.8738	1.1859	1.4052	1.5135	2.4719	1.0857	1.0087	
Hannan-Quinn criter.	0.3973	0.6446	0.7161	1.0283	1.2475	1.3451	2.2825	0.8816	0.8018	
Durbin-Watson stat	1.9587	2.2123	2.5304	2.7843	2.6041	2.3862	1.9547	1.8759	2.1717	
Sampel	68	68	68	68	61	50	50	44	43	

Sumber : Hasil penelitian, data diolah (2010)

Tabel 4. Hasil pengujian hipotesis 3 menggunakan Ln Aset sebagai proksi dari Kendala Keuangan: rasio *market-to-book* historis yang berpengaruh negatif terhadap *leverage* dimoderasi oleh kendala keuangan. Variabel bebas yang digunakan adalah *Leverage* (D/A), dengan variabel utama rasio rata-rata tertimbang pendanaan eksternal *market-to-book* historis $(M/B)_{etwa}$ serta interaksi antara kendala keuangan dan rasio rata-rata tertimbang pendanaan eksternal *market-to-book* historis $(FC*(M/B)_{etwa})$, proksi yang digunakan untuk kendala keuangan (FC) adalah Ln aset. Disamping itu digunakan juga variabel kontrol rasio *market-to-book* (M/B), PPE/A sebagai proksi dari kolateral, $EBITDA/A$ sebagai proksi dari profitabilitas, *Sales* sebagai proksi dari ukuran perusahaan. Model dalam penelitian ini terdapat 9 buah model, yaitu IPO + 2 sampai dengan IPO + 10. IPO + 2 artinya menggunakan perusahaan yang berada dalam periode dua tahun setelah IPO, hal yang sama berlaku pula untuk IPO + 3, IPO + 3, IPO + 4, IPO + 5, IPO + 6, IPO + 7, IPO + 8, IPO + 9 dan IPO + 10 serta FM (regresi Fama MacBeth). Nilai pada baris pertama adalah koefisien regresi, pada baris kedua nilai t dan baris ketiga adalah p value dari variabel tersebut. *** signifikan pada tingkat 1%, ** signifikan pada tingkat 5%, dan * signifikan pada tingkat 10%, nilai p value yang digunakan adalah satu arah.

Variabel	IPO+2	IPO+3	IPO+4	IPO+5	IPO+6	IPO+7	IPO+8	IPO+9	IPO+10	FM
Konstanta	-1.7972	-1.0634	-1.4240	-1.1703	-1.3045	-0.4813	-4.8348	-0.3188	-1.5158	-1.5456
	-2.4481	-1.1151	-1.3380	-0.9770	-1.6071	-0.3651	-1.4023	-0.2020	-0.9016	-3.5091
	0.0173	0.2692	0.1859	0.3325	0.1133	0.7165	0.1680	0.8411	0.3734	0.0080
$FC_{i,t}$	*0.1198	**0.1776	**0.1912	*0.1214	**0.0805	-0.0507	0.2804	0.2028	**0.2832	***0.1562
	1.6244	1.7445	2.2496	1.5383	1.9460	-0.4274	1.2653	1.0769	2.2741	4.5083
	0.0548	0.0431	0.0141	0.0646	0.0282	0.6646	0.1064	0.1444	0.0146	0.0010
$FC_{i,t} * MB_{i,t-1}$	***-0.0376	-0.0099	-0.0221	-0.0137	**0.0264	0.0205	*-0.1914	-0.0721	***-0.1142	**0.0519
	-3.8265	-0.4203	-0.7717	-0.5482	-1.8289	0.5191	-1.4361	-1.2845	-2.5366	-2.3885
	0.0002	0.3379	0.2217	0.2928	0.0362	0.6971	0.0792	0.1036	0.0079	0.0220
$MB_{i,t-1}$	0.6703	0.2057	0.3185	0.1580	0.4166	-0.4814	3.7590	1.3819	2.2251	0.9615
	4.0381	0.4137	0.5747	0.3622	1.7841	-0.6080	1.4064	1.2220	2.4713	2.2048
	1.0000	0.6597	0.7162	0.6408	0.9603	0.2729	0.9165	0.8952	0.9908	0.9707
$MB_{i,t}$	0.0370	0.0320	*0.1119	0.0763	0.0681	*0.1428	**0.4650	***0.2593	***0.4250	***0.1797
	0.6585	0.4765	1.3836	0.5910	0.9372	1.3810	2.0279	3.3570	6.0218	3.2571
	0.2564	0.3178	0.0858	0.2784	0.1762	0.0866	0.0245	0.0010	0.0000	0.0058
$(PPE/A)_{i,t}$	0.1743	0.0507	0.2110	-0.2118	-0.0097	*0.2344	-0.0077	0.1400	0.1815	*0.0848
	0.8430	0.2299	1.0809	-0.7818	-0.0396	1.4189	-0.0171	0.2928	0.3831	1.7697
	0.2013	0.4095	0.1421	0.7813	0.5157	0.0809	0.5068	0.3857	0.3520	0.0574
$(EBITDA/A)_{i,t}$	*-0.2696	***-0.5799	-0.1736	*-0.5675	**0.8370	***-2.5930	**2.1004	***-2.1097	***-2.6179	***-1.3166
	-1.4955	-2.6259	-0.5835	-1.4433	-2.0553	-2.7890	-2.0030	-5.5259	-3.4598	-3.8770
	0.0700	0.0055	0.2809	0.0771	0.0221	0.0037	0.0259	0.0000	0.0007	0.0023
Ln Sales _{i,t}	-0.0013	-0.0959	-0.0923	-0.0185	**0.0258	0.1128	-0.0128	-0.1563	-0.1864	-0.0472
	-0.0212	-0.8980	-1.1055	-0.1860	2.3153	1.0673	-0.0921	-0.9020	-1.5456	-1.5060
	0.5084	0.8136	0.8633	0.5735	0.0120	0.1454	0.5365	0.8135	0.9344	0.9148
R-squared	0.1643	0.1865	0.3235	0.1569	0.1294	0.3915	0.3162	0.7383	0.8123	
Adjusted R-squared	0.0668	0.0916	0.2446	0.0585	0.0279	0.3111	0.2022	0.6975	0.7748	
Log likelihood	-3.6318	-13.2916	-11.1184	-22.5397	-33.5017	-30.1135	-48.8218	-9.6491	-11.1430	
F-statistic	1.6855	1.9652	4.0992	1.5951	1.2743	4.8713	2.7740	14.5118	21.6452	
Prob(F-statistic)	0.1298	0.0749	0.0010	0.1544	0.2784	0.0003	0.0183	0.0000	0.0000	
Akaike info criterion	0.3421	0.6262	0.5623	0.8982	1.2206	1.2496	2.2729	0.8022	0.8904	
Schwarz criterion	0.6032	0.8873	0.8234	1.1593	1.4818	1.5265	2.5788	1.1266	1.2180	
Hannan-Quinn criter.	0.4456	0.7297	0.6658	1.0017	1.3241	1.3581	2.3894	0.9225	1.0112	
Durbin-Watson stat	1.9948	2.2793	2.5817	2.7812	2.6199	2.3423	1.9807	1.7937	2.1058	
Sampel	68	68	68	68	61	50	50	44	43	

Sumber : Hasil penelitian, data diolah (2010)

Selanjutnya hasil penelitian ini juga menunjukkan kendala keuangan merupakan faktor penting yang mempengaruhi motivasi perusahaan untuk melakukan *equity market*

timing. Kendala keuangan memperlemah motivasi perusahaan untuk melakukan penerbitan atau pembelian kembali saham perusahaan. Jika nilai persepsi investor

terhadap perusahaan sedang tinggi namun perusahaan tersebut mengalami kendala keuangan, maka nilai persepsi investor tersebut tidak memicu perusahaan melakukan *equity market timing*. Sehingga kendala keuangan memperlemah motivasi perusahaan untuk melakukan *equity market timing* (hasil pengujian Hipotesis 3).

Hasil penelitian ini menunjukkan pada periode IPO+9 dan IPO + 10 untuk semua hipotesis terdapat lonjakan nilai R^2 yang cukup tinggi. Hal ini diduga disebabkan oleh beberapa hal. Pertama, data perusahaan dari masing-masing IPO terdiri atas beberapa tahun dan terlihat ada pada tahun tertentu yang jumlah perusahaannya

terbanyak (sebanyak 17 perusahaan) dan selalu ada pada setiap periode. Sementara jumlah perusahaan dalam setiap periode IPO, makin lama makin berkurang, pada periode IPO+2 terdapat 68 perusahaan, dan pada periode IPO+10 terdapat 43 perusahaan. Sehingga diduga ke 17 perusahaan tersebut mempunyai kontribusi yang cukup besar dalam analisa. Kedua, berdasarkan data deskriptif pada periode IPO + 10 nilai *leverage* adalah yang terbesar dan disertai dengan standar deviasi yang besar, hal ini bisa menunjukkan terdapat variasi yang terlalu besar dalam periode tersebut yang mengakibatkan peningkatan nilai R^2 .

Tabel 5. Ringkasan Hasil Penelitian

No	Tujuan Penelitian	Hipotesis	Hasil Pengujian
1.	Ingin mengetahui apakah struktur modal perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengikuti prediksi teori <i>equity market timing</i> atau tidak	H1 : <i>Equity market timing</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i>	Terbukti untuk periode jangka panjang setelah IPO (IPO+4 sampai dengan IPO+10)
2.	Ingin mengetahui apakah pengaruh <i>mispricing</i> harga saham terhadap struktur modal bergantung pada sentimen investor atau tidak	H2: : <i>Equity market timing</i> yang berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> bergantung pada tingkat sentimen investor	Terbukti untuk periode IPO+3, IPO+5, IPO+6 dan IPO+7.
3.	Ingin mengetahui apakah pengaruh <i>mispricing</i> harga saham terhadap struktur modal diperlemah oleh kendala keuangan atau tidak	H3: : <i>Equity market timing</i> yang berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> diperlemah oleh tingkat kendala keuangan	Terbukti untuk periode IPO+6, IPO+8 dan IPO+10 untuk CFO/A sebagai proksi dari kendala keuangan serta IPO+2, IPO+6, IPO+8 dan IPO+10 untuk In aset sebagai proksi dari kendala keuangan

Sumber : Hasil penelitian, data diolah (2010)

KESIMPULAN

Penelitian ini, secara umum, bertujuan untuk mengetahui apakah struktur modal perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengikuti prediksi teori *equity market timing* atau tidak. Sedangkan yang menjadi tujuan khusus dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pengaruh *equity market timing* yang dilakukan oleh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ditentukan oleh sentimen investor dan atau kendala keuangan. Hasil penelitian yang pertama menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengikuti prediksi teori *equity market timing* terutama dalam periode 4 sampai dengan 10 tahun setelah IPO. Dalam periode tersebut perusahaan akan merespon harga pasar saham yang terlalu tinggi (rendah) dengan cara menerbitkan (membeli kembali) saham. Hasil penelitian kedua adalah sentimen investor memperkuat praktik *equity market timing* yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Pada saat sentimen investor sedang tinggi maka perusahaan tersebut akan semakin melakukan *equity market timing*. Hasil penelitian yang ketiga adalah praktik *equity market timing* akan dilakukan jika perusahaan tidak mengalami kendala keuangan. Perusahaan yang tidak mempunyai kendala keuangan memiliki akses terhadap sumber pendanaan eksternal sehingga peluang untuk melakukan *equity market timing* akan dapat direalisasikan. Oleh karena itu, kendala keuangan memperlemah praktik *equity market timing*.

Selain tiga hasil penelitian yang utama tersebut di atas, terdapat hasil penelitian lainnya. Pertama, struktur modal perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia didominasi oleh hutang. Struktur modal menunjukkan komposisi bagaimana aset atau investasi perusahaan dibiayai. Oleh karena itu, struktur modal

yang didominasi hutang mempunyai arti bahwa investasi perusahaan-perusahaan tersebut sebagian besar dibiayai oleh hutang. Kedua, struktur modal perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia terutama ditentukan oleh profitabilitas perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka pembiayaan aset perusahaan semakin menggunakan sumber dana internal yaitu laba ditahan. Ketiga, *growth opportunity* dibiayai oleh hutang. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa sumber pendanaan eksternal jauh lebih mahal dibandingkan hutang. Oleh karena itu, apabila dibutuhkan maka sumber dana internal akan lebih diprioritaskan dibandingkan dengan sumber dana eksternal. Hal ini semakin memperkuat temuan bahwa terdapat hirarki pendanaan dalam struktur modal perusahaan yang diteliti. Keempat, perputaran saham yang tinggi menunjukkan pasar saham yang semakin tidak efisien.

REFERENSI

- Baker, M. & J. Wurgler (2002), Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, 57, 1–32.
- Baker, M., J. C. Stein, & J. Wurgler (2003), When Does The Market Matter? Stock Prices and The Investment of Equity-Dependent Firms, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 969–1004.
- Baker, M. & J. C. Stein (2004), Market Liquidity As A Sentiment Indicator, *Journal of Financial Markets*, 7, 271–299.
- Baker, M., R. S. Ruback, & J. Wurgler (2007), Behavioral Corporate Finance: A Survey, *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*.
- Barberis, N., A., Shleifer, & R. Vishny (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Beck, T., A. Demircuc-Kunt, & V. Maksimovic (2008), Financing Patterns

- Around The World: Are Small Firms Different?, *Journal of Financial Economics*, 467-487.
- Bradshaw, M.T., S.A. Richardson, & R.G. Sloan (2003). Pump and Clump: An Empirical Analysis of The Relation Between Corporate Financing Activities and Sell-Side Analyst research. *Working Paper*, University of Pennsylvania
- Chang, Xin, S. Dasgupta, & G. Hillary (2006), Analyst Coverage and Financing Decisions, *Journal of Finance*, 3009-3048.
- Chazy, A., & N. Tripathy, (2008). Which Version of Equity Market Timing Affects Capital Structure? *Journal of Applied Finance*, 70-81.
- Chordia, T., Roll, R., & A. Subrahmanyam (2008). Liquidity and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 87, 249-268.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, & A. Subrahmanyam (1998), Investor Psychology and Security Market Under and Over-reactions, *Journal of Finance*, 53, 1839-1885.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, & A. Subrahmanyam, (2001), Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing, *Journal of Finance*, 56, 921-965.
- Fang, V.W., T.H. Noe., & S. Tice (2009), Stock Market Liquidity and Firm Value, *Journal of Financial Economics*, 94, 150-169
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, & B. C. Petersen (1988), Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Paper on Economic Activity*, 1, 141-206.
- Gervais, S., & T. Odean (2001), Learning to be Overconfident, *Review of Financial Studies* 14, 1-27.
- Hoque, H.A.A.B., J.H. Kim, & C.S. Pyun (2007). A Comparison of Variance Ratio Tests of Random Walk: A Case of Asian Emerging Stock Markets. *International Review of Economics and Finance*, 16, 488-502.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, & , T. Vermaelen (1995). Market Under-reaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- Jenter, D. (2005). Market Timing and Managerial Portfolio Decisions. *Journal of Finance*, 69, 1903-1949.
- Kaplan, S. N. & L. Zingales (1997), Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215.
- Kester, W.C. (1984). Today's Options for Tomorrow's Growth. *Harvard Business Review*, 62, 153-160.
- Kim, J. H. & A. Shamsuddin (2008), Are Asian Stock Markets Efficient? Evidence from New Multiple Variance Ratio Tests, *Journal of Empirical Finance*, 15, 518-532.
- Korajczyk, R.A., & A. Levy (2003). Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints. *Journal of Financial Economics*, 68, 75-109.
- Korajczyk, R.A., D.J. Lucas, & R.L. McDonald (1992). Equity Issues With Time Varying Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 397-417.
- Loughran, T. & J. R. Ritter (1995), The new issues puzzle, *Journal of Finance*, 50, 23-51.
- Lucas, D. and R. McDonald (1990), Equity Issues and Stock Price Dynamics, *Journal of Finance*, 45, pp. 1019-1043.
- Modigliani, F., & M. H. Miller (1958), Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment, *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Morck, R., A. Shleifer, & R. Vishny (1990). The Stock Market and Investment: Is The Market a Side-Show? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 157-215.

- Muelbroek, L. (1992), An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, *Journal of Finance*, 47, 1661-1699.
- Myers, S.C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S.C. (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S.C. (2001), Capital Structure, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102.
- Myers, S. C. & N. S. Majluf (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Odean, T. (1998), Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance*, 53, 1775-1798.
- Odean, T. (1999), Do Investors Trade Too Much? *The American Economic Review*, Vol. 89, 1279-1298.
- Rauh, J.D. (2006), Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans, *Journal of Finance*, 51, 33-71.
- Reuer, J.J., & T. W. Tong (2007), Corporate Investments and Growth Options. *Managerial and Decision Economics*, 28, 863-877.
- Ritter, J.R. (1991), The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 42, 365-394.
- Seyhun, H.N. (1992), Why Does Aggregate Insider Trading Predict Future Stock Returns? *Quarterly Journal of Economics*, 107, 1303-1331.
