

**ANALISIS PENGARUH *EQUITY MARKET TIMING*
TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN
PENAWARAN PERDANA DI
BURSA EFEK INDONESIA**

SKRIPSI

Diajukan kepada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta
untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan guna Memperoleh Gelar
Sarjana Ekonomi



Oleh :
Ratri Putri Pratiwi
NIM 15808141014

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI YOGYAKARTA
2019**

**ANALISIS PENGARUH *EQUITY MARKET TIMING*
TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN
PENAWARAN PERDANA DI
BURSA EFEK INDONESIA**

SKRIPSI

Oleh :
Ratri Putri Pratiwi
NIM 15808141014

Telah disetujui dan disahkan pada tanggal 26 Februari 2019
Untuk dipertahankan di depan Tim Penguji Skripsi

Program Studi Manajemen
Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Yogyakarta

Disetujui
Dosen Pembimbing



Muniya Alteza, M.Si.
NIP. 19810224 200312 2 001

PENGESAHAN

Skripsi yang berjudul :

ANALISIS PENGARUH *EQUITY MARKET TIMING* TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN PENAWARAN PERDANA DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh :
RATRI PUTRI PRATWI
15808141014

Telah dipertahankan di depan Dosen Penguji pada tanggal 15 Maret 2019
dan dinyatakan telah lulus

DEWAN PENGUJI

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
Lina Nur Hidayati, M.M.	Ketua Penguji		22/3/2019
Muniya Alteza, M.Si.	Sekretaris		22/3/2019
Naning Margasari, M.Si., MBA.	Penguji Utama		20/3/2019

Yogyakarta, 25 Maret 2019
Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Yogyakarta

Dekan



Dr. Sugiharsono, M.Si
NIP. 19550328 198303 1 002

PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Ratri Putri Pratiwi

NIM : 15808141014

Program Studi : Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Judul Tugas Akhir : Analisis Pengaruh *Equity Market Timing* terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang Melakukan Penawaran Perdana di Bursa Efek Indonesia

Dengan ini, saya menyatakan bahwa skripsi ini benar-benar karya sendiri. Sepanjang pengetahuan saya, tidak terdapat karya atau pendapat yang ditulis atau diterbitkan orang lain kecuali sebagai acuan atau kutipan dengan mengikuti tata karya ilmiah yang lazim.

Yogyakarta, 26 Februari 2019

Yang menyatakan,



Ratri Putri Pratiwi
NIM. 15808141014

MOTTO

You don't have to be a great to start, but you have to start to be great.

Hasil tidak akan pernah mengkhianati usaha.

“Sesungguhnya bersama kesulitan ada kemudahan. Maka apabila engkau telah selesai (dari suatu urusan), tetaplah bekerja keras (untuk urusan yang lain), dan hanya kepada Tuhanmulah engkau berharap.”

(Q.S. *Al. Insyirah*: 6-8)

Keajaiban adalah nama lain dari kerja keras.

Never forget how blessed you are. Don't be negative when you have so much to be positive about.

Allah knows what is the best for you and when it's best for you to have it.

PERSEMBAHAN

Dengan mengucapkan syukur kehadiran Tuhan Yang Maha Esa, karya ini penulis persembahkan untuk :

1. Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya.
2. Ibu ku tercinta Alm. Rachmatia yang telah melahirkan, membesarkan, dan mendidik penulis dengan penuh kasih sayang.
3. Bapak Tri Edy Siswanto dan Bunda Umi Khasana, Bapak dan Bunda yang selalu memberikan do'a, kasih sayang, bimbingan, dan dukungan.
4. Achmad Dimas Dzaky Syawal, Ibrahim Hasan, dan Muhammad Sofyan, saudara-saudara ku yang memberikan dukungan untuk terus berjuang.
5. Keluarga besar Moke Maddatuang Daeng Tarang yang selalu memberikan do'a dan dukungan.
6. Teman-teman seperjuangan Yunda, Tania, dan Dicha serta teman Jurusan Manajemen kelas U14 angkatan 2015 Universitas Negeri Yogyakarta.
7. Agus Dimas Prasetya yang memberikan do'a dan dukungan untuk terus berjuang.

**ANALISIS PENGARUH *EQUITY MARKET TIMING*
TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN
PENAWARAN PERDANA DI
BURSA EFEK INDONESIA**

Oleh :
RATRI PUTRI PRATIWI
15808141014

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014. Selain itu penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat persistensi pengaruh *equity market timing* tersebut. Periode penelitian yang digunakan yaitu saat melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana.

Desain penelitian ini adalah penelitian asosiatif kausal. Sampel dalam penelitian ini diperoleh dengan metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria yang ada, didapatkan 15 perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Data yang digunakan adalah data sekunder. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier dengan estimasi data panel. Model estimasi data panel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model*. Struktur modal pada penelitian ini dipoksikan dengan *market leverage*. Penelitian ini juga menggunakan empat variabel kontrol yaitu: profitabilitas, ukuran perusahaan, *tangibility*, dan *growth*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *equity market timing* yang diukur dengan *market to book ratio* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat indikasi praktik penerbitan ekuitas saham pada saat harga (nilai) pasar ekuitas tinggi dan membeli kembali pada harga rendah. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa persistensi pengaruh *equity market timing* yang diukur dengan *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB) terhadap struktur modal perusahaan hanya terlihat hingga 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal tidak *persistent*. Hasil ini mengindikasikan adanya praktik *behavioral finance* seperti pandangan Baker dan Wugler.

Kata Kunci : *Equity Market Timing, Struktur Modal, Penawaran Perdana, Market Leverage, Market to Book Ratio, External Finance Weighted Average Market to Book Ratio, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Tangibility, Growth, dan Behavioral Finance.*

**ANAYSIS THE EFFECT OF EQUITY MARKET TIMING ON CAPITAL
STRUCTURE OF MANUFACTURING COMPANIES DOING INITIAL PUBLIC
OFFERING IN INDONESIA STOCK EXCHANGE**

**BY :
RATRI PUTRI PRATIWI
15808141014**

ABSTRACT

The purpose of this study was to find out the effect of equity market timing on capital structure of manufacturing companies doing initial public offering at Indonesia Stock Exchange in 2010-2014. This research also aimed to find out the persistence of the equity market timing effect. The research period was the years of initial public offering up to 3 years later.

This study design was causal associative. The sample of this research was collected using purposive sampling method. Based on the criteria, 15 companies were selected as sample. This research used secondary data. The data analysis method used in this research was a linier regression in the form of panel data estimation. The estimation of panel data model used in this study were Common Effect Model and Fixed Effect Model. Capital Structure in this study proxied by market leverage. This study also used control variabel that was: profitability, size, tangibility, and growth.

The result of this study showed that equity market timing was proxied by market to book ratio had negative and significant effect on capital structure of manufacturing companies. That was indicated practice of issuing shares at high and repurchasing at low price. The results also indicated that equity market timing persistence was proxied by external finance weighted average market to book ratio (EFWAMB) had an effect on the capital structure only in the one year after initial public offering. Therefore it can be concluded that the effect of equity market timing on capital structure was not persistent. This result indicated the existence of behavioral finance practice as supposed by Baker and Wurgler.

Keywords: *Equity Market Timing, Capital Stucture, Initial Public Offering, Market Leverage, Market to Book Ratio, External Finance Weighted Average Market to Book Ratio, Profitability, Size, Tangibility, Growth, and Behavioral Finance.*

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Tuhan yang Maha Esa atas segala rahmat-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “Analisis Pengaruh *Equity Market Timing* terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang Melakukan Penawaran Perdana di Bursa Efek Indonesia”.

Selama menyusun skripsi ini, penulis telah banyak mendapatkan bimbingan, dukungan, dan bantuan dari berbagai pihak, maka dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis menyampaikan terimakasih kepada :

1. Prof. Dr. Sutrisna Wibawa, M.Pd., Rektor Universitas Negeri Yogyakarta.
2. Dr. Sugiharsono, M.Si., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
3. Setyabudi Indartono, Ph.D., Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
4. Muniya Alteza, M.Si., Dosen Pembimbing sekaligus Sekretaris Penguji yang telah memberikan bimbingan, masukan, motivasi, serta ilmu kepada penulis dalam menyusun skripsi ini dengan baik.
5. Naning Margasari, M.Si., MBA., Dosen Narasumber sekaligus Dosen Pembimbing Akademik yang telah memberikan saran, motivasi, dan masukan guna menyempurnakan penulisan skripsi ini serta memberikan dukungan selama perkuliahan.
6. Lina Nur Hidayati, M.M., Ketua Penguji yang telah memberikan saran guna menyempurnakan skripsi ini.

7. Segenap dosen dan karyawan Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta yang telah membantu selama proses perkuliahan.
8. Bank Indonesia yang telah memberikan dukungan selama perkuliahan.
9. Keluarga PT Baruga Asrinusa Development (Kalla Group), Ibu Irma, Bapak Azwar, Kak Dhana, Kak Ime, Kak Andri, Kak Vika, Kak Ayu, Kak Gina, Kak Pute, Kak Isra, Kak Usman, Pak Gunar, dan Bu Nur yang telah memberikan bimbingan, bantuan, ilmu, dan pengalaman yang sangat berharga selama kegiatan Praktik Industri.
10. ORMAWA KM FE UNY dan GenBI Regional DIY yang telah memberikan pengalaman dalam berorganisasi.
11. Kedua orang tua, adik, dan keluarga tercinta yang selalu memberikan doa dan dukungan untuk menyelesaikan skripsi.
12. Teman-teman terdekat, Yunda, Tania, Dicha, Fadhil, Decky, dan Maulana yang dengan kebersamaan menempuh manis dan pahitnya proses perkuliahan serta berbagi ilmu dan pengalamannya.
13. Teman-teman manajemen angkatan 2015, kelas U14, kelas konsentrasi keuangan serta kakak dan adik angkatan yang telah berbagi ilmu dan pengalamannya.
14. Teman-teman Kelompok 365 Kebumen (Ayas, Arum, Susi, Santi, Ika, Bisma, Hendra, Nicho, dan Adi) yang dengan kebersamaan dan pengalaman selama kegiatan KKN.

15. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah memberikan dukungan dan bantuan selama penulisan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam skripsi ini masih terdapat kekurangan dan keterbatasan. Oleh karena itu, saran dan kritik yang membangun senantiasa saya nantikan. Akhir kata, semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi semua pihak.

Yogyakarta, 26 Februari 2019

Penulis,



Ratri Putri Pratiwi
NIM. 15808141014

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN PERNYATAAN.....	iv
HALAMAN MOTTO.....	v
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
KATA PENGANTAR.....	ix
DAFTAR ISI.....	xii
DAFTAR TABEL.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
BAB I: PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Identifikasi Masalah.....	8
C. Pembatasan Masalah.....	9
D. Perumusan Masalah.....	9
E. Tujuan Penelitian.....	9
F. Manfaat Penelitian.....	10
BAB II: KAJIAN PUSTAKA.....	11
A. Kajian Teori.....	11
1. <i>Initial Public Offering (IPO)</i>	11
2. <i>Equity Market Timing Theory</i>	13
3. <i>Behavioral Finance</i>	17
4. Struktur Modal.....	20
5. Profitabilitas.....	25
6. Ukuran Perusahaan.....	26
7. <i>Tangibility</i>	27
8. <i>Growth</i>	27
B. Penelitian yang Relevan.....	28
C. Kerangka Berpikir.....	33
1. Pengaruh <i>Equity Market Timing</i> terhadap Struktur Modal.....	33
2. Persistensi <i>Equity Market Timing</i> terhadap Struktur Modal.....	34
D. Paradigma Penelitian.....	36
E. Hipotesis.....	37
BAB III: METODE PENELITIAN.....	38
A. Desain Penelitian.....	38
B. Tempat dan Waktu Penelitian.....	38
C. Populasi dan Sampel.....	39
D. Definisi Operasional.....	40
1. Variabel Dependen.....	40

2. Variabel Independen.....	40
3. Variabel Kontrol.....	41
a. Profitabilitas	41
b. Ukuran Perusahaan.....	42
c. <i>Tangibility</i>	42
d. <i>Growth</i>	43
E. Metode Pengumpulan Data.....	43
F. Metode Analisis Data.....	44
G. Teknik Analisis Data.....	46
1. Analisis Data Panel	46
a. <i>Common Effect Model</i>	46
b. <i>Fixed Effect Model</i>	47
c. <i>Random Effect Model</i>	48
2. Uji Spesifikasi Model.....	49
a. Uji Chow	49
b. Uji Hausman	50
c. Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	50
3. Uji Asumsi Klasik.....	51
a. Uji Normalitas.....	51
b. Uji Heteroskedastisitas.....	52
c. Uji Autokorelasi	53
4. Uji Signifikansi	54
a. Uji Parsial (Uji t).....	54
b. Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F)	55
c. Koefisien Determinasi (<i>Adjusted R²</i>)	56
 BAB IV: HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	 57
A. Deskripsi Data.....	57
B. Statistik Deskriptif	59
1. <i>Market Leverage</i>	60
2. <i>Market to Book Ratio</i>	61
3. <i>External Finance Weighted Average Market to Book Ratio</i>	61
4. Profitabilitas	62
5. Ukuran Perusahaan.....	62
6. <i>Tangibility</i>	63
7. <i>Growth</i>	64
C. Hasil Penelitian	64
1. Pengujian Model Pertama	64
a. Uji Spesifikasi Model.....	65
1) Uji Chow	65
2) Uji Hausman	66
3) Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	67
b. Uji Asumsi Klasik.....	68
1) Uji Normalitas.....	68
2) Uji Heteroskedastisitas.....	70
3) Uji Autokorelasi	71

c.	Analisis Data Panel	72
d.	Uji Signifikansi	74
1)	Uji Parsial (Uji t).....	74
2)	Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F).....	75
3)	Koefisien Determinasi (<i>Adjusted R²</i>)	76
2.	Pengujian Model Kedua.....	76
a.	Uji Spesifikasi Model.....	77
1)	Uji Chow	77
2)	Uji Hausman	78
b.	Uji Asumsi Klasik.....	79
1)	Uji Normalitas.....	79
2)	Uji Heteroskedastisitas.....	81
3)	Uji Autokorelasi.....	82
c.	Analisis Data Panel	83
d.	Uji Signifikansi	85
1)	Uji Parsial (Uji t).....	85
2)	Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F).....	88
3)	Koefisien Determinasi (<i>Adjusted R²</i>)	89
D.	Pembahasan Hipotesis.....	90
1.	Pengaruh <i>Equity Market Timing</i> terhadap Struktur Modal.....	90
2.	Persistensi <i>Equity Market Timing</i> terhadap Struktur Modal.....	92
BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN		97
A.	Kesimpulan	97
B.	Keterbatasan Penelitian.....	98
C.	Saran.....	99
DAFTAR PUSTAKA		101
LAMPIRAN.....		105

DAFTAR TABEL

Tabel 1. Analisis <i>Durbin-Watson</i>	54
Tabel 2. Perhitungan Sampel Penelitian	58
Tabel 3. Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur yang Melakukan Penawaran Perdana Tahun 2010-2014	59
Tabel 4. Data Statistik Deskriptif.....	60
Tabel 5. Hasil Uji Chow Model Pertama	65
Tabel 6. Hasil Uji Hausman Model Pertama	67
Tabel 7. Hasil Uji <i>Lagrange Multiplier</i> Model Pertama.....	68
Tabel 8. Hasil Uji <i>Jarque Bera</i> Model Pertama.....	69
Tabel 9. Hasil Uji Glejser Model Pertama	71
Tabel 10. Hasil Uji <i>Durbin-Watson</i> Model Pertama.....	72
Tabel 11. Hasil Estimasi <i>Common Effect Model</i>	73
Tabel 12. Hasil Uji Chow Model Kedua.....	77
Tabel 13. Hasil Uji Hausman Model Kedua	79
Tabel 14. Hasil Uji <i>Jarque Bera</i> Model Kedua	80
Tabel 15. Hasil Uji Glejser Model Kedua.....	82
Tabel 16. Hasil Uji <i>Durbin-Watson</i> Model Kedua	83
Tabel 17. Hasil Estimasi <i>Fixed Effect Model</i>	84
Tabel 18. Hasil Uji t Model Kedua	85
Tabel 19. Hasil Uji F Model Kedua	88
Tabel 20. Hasil Uji <i>Adjusted R²</i>	89

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan Manufaktur yang Melakukan Penawaran Perdana di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014	106
Lampiran 2. Data Variabel Penelitian	107
Lampiran 3. Data <i>Market Leverage</i> Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana.....	110
Lampiran 4. Data <i>Market Leverage</i> Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana.....	112
Lampiran 5. Data <i>Market Leverage</i> Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana.....	114
Lampiran 6. Data <i>Market Leverage</i> Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana.....	116
Lampiran 7. Data <i>Market to Book Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana.....	118
Lampiran 8. Data <i>Market to Book Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana.....	119
Lampiran 9. Data <i>Market to Book Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana.....	120
Lampiran 10. Data <i>Market to Book Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	121
Lampiran 11. Data <i>External Finance Weighted Average Market to Book Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana.....	122
Lampiran 12. Data <i>External Finance Weighted Average Market to Book Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	124
Lampiran 13. Data <i>External Finance Weighted Average Market to Book Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	126
Lampiran 14. Data <i>External Finance Weighted Average Market to Book Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	128
Lampiran 15. Data Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana	130
Lampiran 16. Data Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	131
Lampiran 17. Data Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	132
Lampiran 18. Data Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	133
Lampiran 19. Data <i>Size</i> Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana	134
Lampiran 20. Data <i>Size</i> Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	135

Lampiran 21. Data <i>Size</i> Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	136
Lampiran 22. Data <i>Size</i> Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	137
Lampiran 23. Data <i>Tangibility</i> Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana	138
Lampiran 24. Data <i>Tangibility</i> Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	139
Lampiran 25. Data <i>Tangibility</i> Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	140
Lampiran 26. Data <i>Tangibility</i> Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	141
Lampiran 27. Data <i>Growth</i> Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana	142
Lampiran 28. Data <i>Growth</i> Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	143
Lampiran 29. Data <i>Growth</i> Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	144
Lampiran 30. Data <i>Growth</i> Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana	145
Lampiran 31. Data Statistik Deskriptif	146
Lampiran 32. Hasil Uji Chow Model Pertama.....	147
Lampiran 33. Hasil Uji Hausman Model Pertama	148
Lampiran 34. Hasil Uji <i>Lagrange Multiplier</i> Model Pertama	149
Lampiran 35. Hasil Estimasi <i>Common Effect</i> Model Pertama.....	150
Lampiran 36. Hasil Estimasi <i>Fixed Effect</i> Model Pertama	151
Lampiran 37. Hasil Estimasi <i>Random Effect</i> Model Pertama.....	152
Lampiran 38. Hasil Uji <i>Jarque Bera</i> Model Pertama	153
Lampiran 39. Hasil Uji Glesjer Model Pertama	154
Lampiran 40. Tabel <i>Durbin Watson</i>	155
Lampiran 41. Hasil Uji <i>Durbin Watsin</i> Model Pertama	156
Lampiran 42. Hasil Uji Chow Model Kedua	157
Lampiran 43. Hasil Uji Hausman Model Kedua.....	158
Lampiran 44. Hasil Estimasi <i>Common Effect</i> Model Kedua	159
Lampiran 45. Hasil Estimasi <i>Fixed Effect</i> Model Kedua.....	160
Lampiran 46. Hasil Estimasi <i>Random Effect</i> Model Kedua	161
Lampiran 47. Hasil Uji <i>Jarque Bera</i> Model Kedua.....	162
Lampiran 48. Hasil Uji Glesjer Model Kedua	163
Lampiran 49. Hasil Uji <i>Durbin Watson</i> Model Kedua	164
Lampiran 50. Hasil Estimasi <i>Fixed Effect</i> Model Kedua Periode 1 Tahun Setelah Penawaran Perdana	165
Lampiran 51. Hasil Estimasi <i>Fixed Effect</i> Model Kedua Periode 2 Tahun Setelah Penawaran Perdana	166
Lampiran 52. Hasil Estimasi <i>Fixed Effect</i> Model Kedua Periode 3 Tahun Setelah Penawaran Perdana	167
Lampiran 53. Grafik <i>Trend</i> Penggunaan Hutang Perusahaan.....	168

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Perkembangan kondisi ekonomi yang semakin pesat dan persaingan yang semakin ketat di pasar global merupakan tantangan dan peluang tersendiri bagi perusahaan untuk melakukan pengembangan bisnis mereka. Untuk melakukan pengembangan bisnis, modal merupakan elemen penting dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan maupun untuk investasi perusahaan. Dalam menambah modal usahannya perusahaan memiliki berbagai sumber pendanaan. Sumber pendanaan tersebut dapat bersumber dari dana internal perusahaan (*internal financing*), yaitu sumber dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri dalam perusahaan. Sumber dana dapat pula bersumber dari dana eksternal (*external financing*), yaitu dana yang berasal dari luar perusahaan. Salah satu alternatif sumber pendanaan yang berasal dari luar perusahaan yaitu, melalui penambahan jumlah kepemilikan saham dengan cara menjual saham perusahaan ke publik (Jogiyanto, 2008). Peristiwa ini sering disebut dengan penawaran saham perdana atau *Initial Public Offering* (IPO). Menurut Husnan (2001) dalam Putra (2016) dengan melakukan IPO maka perusahaan dapat menghimpun dana dari masyarakat yang selanjutnya dana itu digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan dalam pendanaan, kegiatan operasional, ekspansi serta memperbaiki struktur modal perusahaan.

Dalam memperbaiki struktur modal perusahaan manajer keuangan harus mencari alternatif sumber dana atau kombinasi sumber dana optimal yang akan

dipilih guna mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya (Septia, 2015). Menurut Brigham dan Houston (2011) keputusan struktur modal merupakan suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan kombinasi utang, saham preferen, dan ekuitas yang menjadi dasar penghimpunan modal perusahaan. Dimana tujuan dari kebijakan struktur modal tersebut adalah untuk memperoleh kombinasi sumber dana yang akan meminimalkan biaya modal. Dalam penentuan struktur modal manajer keuangan berperan penting untuk menentukan kombinasi sumber pendanaan tersebut. Hal ini menjadi permasalahan bagi manajer keuangan yang pada umumnya belum mengetahui bagaimana mengoptimalkan sumber pendanaan untuk mengatasi permasalahan dalam struktur modal perusahaan. Myers (1984) dalam Wijayanti (2018) menyatakan teka-teki struktur modal lebih sulit dibandingkan teka-teki kebijakan dividen. Dalam kebijakan dividen diketahui bahwa harga saham merespon dari perubahan dividen yang tidak diantisipasi. Jadi jelas bahwa dividen memiliki kandungan informasi. Sebaliknya hanya diketahui sedikit tentang struktur modal dan tanpa mengetahui mengapa perusahaan memilih untuk menerbitkan utang, ekuitas, atau sekuritas *hybrid*.

Keputusan menentukan struktur modal menjadi keputusan yang sangat penting karena dapat memengaruhi nilai perusahaan di masa mendatang (Wijayanti, 2018). Hingga saat ini sudah banyak penelitian dalam mempelajari faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan baik dengan komponen yang terdiri dari hutang maupun ekuitas. Penelitian yang berkaitan dengan

struktur modal diawali dengan teori yang dicetuskan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958 yang dikenal dengan sebutan teori MM, dimana pada tahun 1963 mereka mengumumkan koreksi teori sebelumnya dengan menghilangkan asumsi tentang tidak adanya pajak. Teori struktur modal selanjutnya dikembangkan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984, dimana teori ini dikenal sebagai *pecking order theory*. Adapun teori yang relatif baru untuk saat ini dikemukakan oleh Baker dan Wurgler pada tahun 2002 yaitu *market timing theory*.

Baker dan Wurgler (2002) melalui tulisannya mengawali adanya gelombang perdebatan baru dalam riset struktur modal. Terdapat dua isu yang terkait dengan *market timing* pada struktur modal perusahaan. Pertama adalah apakah terdapat perilaku *market timing* dalam pendanaan perusahaan dan kedua apakah *market timing* secara *persistent* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Berdasarkan isu pertama Baker dan Wurgler (2002) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan akan menerbitkan saham ketika harga tinggi dan menarik kembali saham tersebut dari bursa ketika harga rendah. Tujuannya adalah untuk memanfaatkan fluktuasi sementara biaya ekuitas terhadap biaya komponen modal lainnya. Dalam pasar modal efisien dan terintegrasi yang dikaji oleh Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1958 dalam Baker dan Wugler (2002), biaya-biaya modal yang berbeda secara independen tidak berbeda, sehingga tidak mendapat hasil dengan mengubah atau memindah dari ekuitas ke utang, atau sebaliknya.

Menurut Miswanto (2013) dalam pasar modal yang tidak efisien atau tersegmen, *market timing* bermanfaat bagi pemegang saham yang ada atas biaya investor yang masuk (membeli saham) dan keluar (menjual kembali saham) pada

pasar modal. Dimana investor akan menanggung harga tinggi ketika membeli dan menanggung harga yang rendah ketika menjual kembali, maka dapat dinyatakan investor menanggung biaya yang tinggi atas transaksi tersebut. Perusahaan yang menerbitkan ekuitas ketika harga saham tinggi dan membeli kembali ketika harga saham rendah berarti biaya atas transaksi yang ditanggung perusahaan akan rendah, sehingga perusahaan akan mendapatkan keuntungan yang diharapkan mampu menopang pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Manajer mempunyai inisiatif untuk memberlakukan *market timing* pada keputusan pendanaan perusahaan jika mereka memikirkan dan perhatian terhadap pemegang saham yang ada (Baker & Wurgler, 2002).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Claessens (2000) tentang perusahaan Indonesia yang terdaftar di BEI menghasilkan bahwa hanya sebagian kecil atau rata-rata kurang dari 30% sahamnya dijual melalui pasar modal yang dimiliki oleh publik. Kepemilikan saham pada perusahaan Indonesia: 67,1% dikuasai keluarga, 27,8 % dikuasai publik dan hanya 5,1 % yang dikuasai *stakeholder*-manajer. Dengan konsentrasi kepemilikan saham ada pada keluarga, masalah keagenan (*agency problem*) dalam dunia bisnis di Indonesia bukan terletak pada konflik antara pemilik dan manajer, namun antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Mitton, 2002). Dengan adanya penelitian yang tersebut yang menyatakan tidak adanya masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer, manajer semakin terdorong untuk memerhatikan kepentingan pemegang saham, salah satunya dengan memberlakukan *equity market timing* pada struktur modal karena dapat menguntungkan pemegang

saham (Miswanto, 2013). Akan tetapi hal tersebut menimbulkan keraguan bagi manajer keuangan karena masih banyaknya penelitian yang tidak konsisten mengenai pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia.

Penelitian mengenai pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian yang dilakukan Givari (2007) menyatakan bahwa hipotesis *market timing* di perusahaan Indonesia terbukti yaitu *market timing* berpengaruh negatif terhadap perubahan *leverage* atau struktur modal. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Miswanto (2013) bahwa terdapat *equity market timing* pada struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Hildanengsih (2004) menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia dalam melakukan pendanaannya tidak mengikuti filosofi teori *market timing* dan perusahaan sama sekali tidak memedulikan *market to book* nya yang bernilai *overvalued* untuk menerbitkan saham baru. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Yuliawati (2016) menyatakan bahwa *market to book ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal tersebut menolak hipotesa teori *market timing* dalam menjelaskan kebijakan struktur modal perusahaan di Indonesia.

Menurut Sulistyowati (2015) Terdapat dua versi dari *equity market timing*. Versi pertama adalah versi dinamis dari Myers dan Majluf (1984) dalam Baker dan Wurgler (2002) mengenai informasi asimetrik yang mengasumsikan manajer dan investor bersikap rasional, yang berarti bahwa perusahaan cenderung

menerbitkan saham secara langsung setelah keluarnya informasi mengenai nilai saham perusahaan dan investor cenderung membeli saham secara langsung setelah keluarnya informasi mengenai nilai saham perusahaan. Versi kedua melibatkan para investor atau manajer yang tidak rasional dan persepsi *mispricing*, artinya para manajer akan menerbitkan *equity* saat mereka yakin bahwa *cost of equity* relatif rendah dan membeli kembali *equity* saat *cost of equity* relatif tinggi. Penelitian ini ingin menguji versi kedua dari *equity market timing*, yaitu para manajer akan menerbitkan *equity* saat mereka yakin bahwa *cost of equity* relatif rendah dan membeli kembali *equity* saat *cost of equity* relatif tinggi.

Berdasarkan isu kedua, mengenai persistensi pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal. Baker dan Wurgler (2002) dalam Miswanto (2013) mengaitkan *market timing* dengan struktur modal dan menemukan bahwa keputusan pendanaan dengan *equity market timing* mempunyai pengaruh yang *persistent* (jangka panjang) terhadap struktur modal. Dimana dapat disimpulkan bahwa struktur modal perusahaan berevolusi sebagai hasil kumulatif dari upaya-upaya yang lalu untuk menyesuaikan dengan pasar ekuitas (Baker & Wurgler, 2002). Penelitian mengenai pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal secara *persistent* menunjukkan hasil yang berbeda. Baker dan Wurgler (2002) menyatakan bahwa pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal adalah *persistent* yaitu lebih dari 10 tahun. Dikuatkan oleh Huang dan Ritter (2006) dalam Mahajan dan Tartaroglu (2008) yang menjelaskan bahwa pengaruh *market timing* terhadap struktur modal adalah *persistent*. Berbeda dengan penelitian Russel dan Hung (2013) bahwa pengaruh *market timing* terhadap

struktur modal adalah tidak *persistent* yaitu tidak tampak pada tahun ketiga setelah IPO. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Sulistyowati (2015) bahwa pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal tidak *persistent*, dimana *equity market timing* terhadap struktur modal hanya berpengaruh pada IPO+1.

Perdebatan mengenai *equity market timing* dan bagaimana pengaruhnya terhadap struktur modal masih terjadi, termasuk di Indonesia. Di samping itu, masih belum ada konsensus pada alasan-alasan pokok pada pemilihan struktur modal perusahaan, dan masih sedikit riset yang membahas pada persoalan ini. Untuk memperluas variabel penelitian pada penelitian ini penulis menggunakan variabel kontrol agar hasil analisis lebih menjelaskan fenomena dengan optimal karena variabel-variabel lain yang juga memengaruhi variabel dependen. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel yang menurut Rajan dan Zingales (1995) memiliki pengaruh terhadap *leverage*, yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan / *size*, *asset tangibility*, dan *growth opportunity*. Variabel-variabel tersebut merupakan faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Hal ini didukung oleh Brigham & Houston (2011) yang menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan diantaranya, stabilitas penjualan, struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas, pajak, dan pertumbuhan pasar.

Perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014 di Bursa Efek Indonesia diambil sebagai sampel dalam penelitian ini karena dua alasan. Pertama, perusahaan sektor manufaktur merupakan perusahaan

yang memiliki tingkat persaingan tinggi dan membutuhkan modal yang besar untuk menjalankan operasional perusahaannya. Kedua, penelitian ini tidak hanya menguji pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal tetapi juga persistensi dari pengaruh tersebut selama 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana, sehingga mengambil sampel perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014. Berdasarkan uraian di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul: “Analisis Pengaruh *Equity Market Timing* terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang Melakukan Penawaran Perdana di Bursa Efek Indonesia”.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang yang sudah diuraikan, dapat diidentifikasi beberapa masalah sebagai berikut :

1. Banyak manajer keuangan yang belum mengetahui bagaimana mengoptimalkan pendaan untuk mengatasi permasalahan struktur modal.
2. Adanya keraguan manajer keuangan melakukan *equity market timing* untuk mengatasi permasalahan struktur modal.
3. Terdapat hasil penelitian yang tidak konsisten mengenai *presistent*-nya pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan.

C. Pembatasan Masalah

Keputusan struktur modal tentunya dilakukan oleh setiap perusahaan. Oleh karena itu, dikarenakan cakupan mengenai struktur modal melibatkan setiap perusahaan, maka dalam penelitian ini hanya memfokuskan pada perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014 di Bursa Efek Indonesia.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang, identifikasi masalah, dan pembatasan masalah yang sudah diuraikan, dapat dirumuskan beberapa masalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014 di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah terdapat persistensi pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014 di Bursa Efek Indonesia?

E. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah, penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menganalisis pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014 di Bursa Efek Indonesia.

2. Menganalisis *persistent* atau tidaknya pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014 di Bursa Efek Indonesia.

F. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Manfaat Teoritis

Bagi civitas akademika, penelitian ini diharapkan dapat memberikan referensi dan menjadi bahan perbandingan untuk penelitian yang berkaitan dengan pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan.

2. Manfaat Praktis

- a. Bagi Penulis

Dengan adanya penelitian ini dapat menambah wawasan dan pengetahuan, serta mengimplementasikan konsep dan teori dalam praktik yang sebenarnya, khususnya mengenai konsep *equity market timing*.

- b. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran kepada perusahaan mengenai keputusan *equity market timing* pada perusahaan khususnya perusahaan sektor manufaktur.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Kajian Teori

1. *Initial Public Offering (IPO)*

Initial Public Offering (IPO) adalah penawaran atau penjualan saham suatu perusahaan untuk pertama kalinya kepada masyarakat/publik di pasar modal (Gumanti, 2005). Dalam Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam undang-undang tersebut dan peraturan pelaksanaannya (Hartono, 2002). Penawaran perdana atau IPO merupakan salah satu cara untuk menambah modal perusahaan. Melalui IPO perusahaan yang melakukan penjualan saham (emiten) menukarkan sebagian hak kepemilikannya kepada masyarakat (pembeli saham) dengan modal baru yang didapatnya dari penjualan.

Menurut Fakhruddin (2006), perusahaan memiliki berbagai alternatif sumber pendanaan, baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan umumnya menggunakan laba yang ditahan perusahaan, sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditor berupa utang, pembiayaan bentuk lain, penerbitan surat-surat utang, atau pendanaan yang bersifat penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme

penyertaan umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat atau sering dikenal dengan istilah *go public*.

Menurut Hartono (2000) keuntungan dari *go public* diantaranya sebagai berikut :

- a. Kemudahan meningkatkan modal di masa mendatang. Untuk perusahaan yang tertutup, calon investor biasanya enggan untuk menanamkan modalnya disebabkan kurangnya keterbukaan informasi keuangan antara pemilik dan investor. Sedang untuk perusahaan yang sudah *go public*, informasi keuangan harus dilaporkan ke *public* secara regular yang kelayakannya sudah diperiksa oleh akuntan publik.
- b. Meningkatkan likuiditas bagi pemegang saham. Untuk perusahaan yang masih tertutup yang belum mempunyai pasar untuk sahamnya, pemegang saham akan lebih sulit untuk menjual sahamnya dibandingkan jika perusahaan sudah *go public*.
- c. Nilai pasar perusahaan diketahui. Untuk alasan-alasan tertentu, nilai pasar perusahaan perlu untuk diketahui. Misalnya jika perusahaan ingin memberikan insentif dalam bentuk opsi saham (*stock option*) kepada manajer-manajernya, maka nilai sebenarnya dari opsi tersebut perlu diketahui. Jika perusahaan masih tertutup, nilai dari opsi sulit ditentukan.

Menurut Hartono (2000) kerugian dari *go public* diantaranya sebagai berikut :

- a. Biaya laporan yang meningkat. Untuk perusahaan yang sudah *go public*, setiap kuartal dan tahunnya harus menyerahkan laporan-laporan kepada regulator. Laporan-laporan ini sangat mahal terutama untuk perusahaan yang ukurannya kecil.
- b. Pengungkapan (*disclosure*). Beberapa pihak di dalam perusahaan umumnya keberatan dengan ide pengungkapan. Manajer enggan mengungkapkan semua informasi yang dimiliki karena dapat digunakan oleh pesaing. Sedang pemilik enggan mengungkapkan informasi tentang saham yang dimilikinya karena publik akan mengetahui besarnya kekayaan yang dipunyai.
- c. Ketakutan untuk diambil-alih. Manajer perusahaan yang hanya mempunyai hak veto kecil akan khawatir jika perusahaan *go public*. Manajer perusahaan publik dengan hak veto yang rendah umumnya diganti dengan manajer yang baru jika perusahaan diambil alih.

2. *Equity Market Timing Theory*

Equity market timing theory merupakan teori yang dikemukakan oleh Baker dan Wurgler (2002) yang menyatakan bahwa “*Equity market timing refers to the practice of issuing shares at high prices and repurchasing at low prices*”. Harga saham yang semakin tinggi mengakibatkan biaya modal saham perusahaan semakin rendah, dan sebaliknya ketika harga saham rendah maka semakin besar biaya modal saham perusahaan, sehingga dapat

dikatakan tujuan perusahaan melakukan *equity market timing* adalah untuk memanfaatkan fluktuasi temporer biaya saham yang relatif lebih murah. Dengan perusahaan menerbitkan *equity* pada biaya saham yang lebih murah tersebut diharapkan akan membantu meningkatkan nilai perusahaan.

Dalam pasar modal efisien dan terintegrasi yang dikaji oleh MM (1958) dalam Miswanto (2013), biaya-biaya modal yang jenisnya berbeda namun secara independen tidak berbeda, sehingga tidak mendapat hasil dengan mengubah atau memindah dari ekuitas ke utang, atau sebaliknya. Besar kecilnya biaya-biaya modal tersebut tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dalam pasar modal yang tidak efisien atau tersegmentasi, *market timing* bermanfaat bagi pemegang saham yang ada atas biaya investor yang masuk (yang membeli saham), dan yang keluar (yang menjual kembali saham), pada pasar modal. Karena investor menanggung harga tinggi ketika membeli, dan menanggung harga rendah ketika menjual saham, maka dapat dinyatakan investor menanggung biaya yang tinggi atas transaksi tersebut. Sebaliknya, perusahaan menerbitkan ekuitas ketika harga saham tinggi dan membeli kembali ketika harga rendah berarti biaya atas transaksi yang ditanggung perusahaan adalah rendah. Praktik *equity market timing* tersebut tentu saja akan menguntungkan perusahaan, dan akhirnya keputusan yang dilakukan manajer tersebut dapat menopang pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Ketika pasar tidak efisien, dan investor diasumsikan bertindak tidak rasional, maka manajer melakukan pendanaan dengan ekuitas ketika terjadi

mispricing, yaitu menerbitkan ekuitas ketika harga saham dinilai tinggi dari yang seharusnya dan membeli kembali ekuitas ketika harga saham dinilai rendah dari yang seharusnya. Rhodes-Kropf et al. (2005) dalam Miswanto (2015) menyatakan *mispricing* terjadi karena perilaku anomali investor. Karena itu, *equity market timing* sering diklasifikasikan sebagai bagian dari keuangan berperilaku korporasi (*behavioral corporate finance*) (Baker & Wurgler, 2002). Shah (2013) menyatakan bahwa keuangan berperilaku korporasi dapat menjelaskan penyimpangan berperilaku manajer dan penyimpangan tersebut berpengaruh terhadap penerbitan ekuitas dan penilaian perusahaan. Pengaruh perilaku manajer tersebut dalam menerbitkan ekuitas tercermin pada praktik *equity market timing*.

Dalam praktiknya, *equity market timing* menunjukkan aspek yang penting dalam menentukan kebijakan keuangan perusahaan (Sulistyowati, 2015). Pertama, penelitian yang dilakukan oleh Asquith & Mullins (1986) yang menganalisis keputusan pendanaan, menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan cenderung menerbitkan *equity* dibandingkan pendanaan dengan menggunakan utang pada saat *market value of equity* relatif lebih tinggi dibandingkan dengan *book value* dan *past market value*, dan cenderung membeli kembali *equity* pada saat *market value of equity* relatif lebih rendah dibandingkan dengan *book value* dan *past market value*.

Kedua, penelitian mengenai *long-run stock returns*. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan menerbitkan *equity* saat *cost of equity* rendah dan membeli kembali *equity* pada saat *cost of equity* tinggi.

Ketiga, penelitian yang meneliti tentang peramalan pendapatan dan penerbitan *equity*, menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan cenderung menerbitkan *equity* pada saat investor terlalu antusias terhadap suatu prospek pendapatan. Keempat, survei yang dilakukan oleh Graham & Harvey (2001) dalam Baker & Wurgler (2002). Survei ini menyatakan bahwa dua-per-tiga CFO (*Chief Financial Officer*) di Amerika Serikat sepakat bahwa nilai saham suatu perusahaan (*undervalued* atau *overvalued*) merupakan faktor yang sangat penting untuk dipertimbangkan dalam menerbitkan *equity* dan sepakat akan menerbitkan saham pada saat nilai saham perusahaan mereka meningkat relatif tinggi. Penelitian ini lebih cenderung pada *behavioral finance* seperti pandangan Baker dan Wurgler.

Baker & Wurgler (2002) membangun suatu model variabel yaitu *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB) untuk memperbaiki ukuran *equity market timing*. Variabel ini adalah rata-rata tertimbang *market-to-book ratio* dan *external finance* (ekuitas atau utang) suatu perusahaan di masa lampau. Variabel ini digunakan oleh Baker dan Wurgler untuk melihat usaha dari suatu perusahaan dalam melakukan *equity market timing*. Seperti yang diungkapkan Baker & Wurgler (2002) dalam Sulistyowati (2015) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan modal eksternal ketika harga sahamnya relatif tinggi lebih mungkin untuk menurunkan *leverage*. Hal tersebut menunjukkan bahwa manajer mengambil keuntungan jangka pendek dari harga saham yang *overvalued* untuk membiayai kebutuhan modal dengan menerbitkan saham.

3. *Behavioral Finance*

Menurut Litner (1998) *behavioral finance* merupakan suatu ilmu yang mempelajari bagaimana manusia menyikapi dan bereaksi atas informasi yang ada dalam upaya untuk mengambil keputusan yang dapat mengoptimalkan tingkat pengembalian dengan memperhatikan risiko yang melekat di dalamnya (unsur sikap dan tindakan manusia merupakan faktor penentu dalam berinvestasi). Sedangkan Thaler (1999) berpendapat bahwa perilaku tersebut tidak hanya berhubungan dengan landasan teori keuangan dan hukum ekonomi yang ada, tetapi cenderung dipengaruhi dan/atau berdasarkan faktor psikologi. *Behavioral finance* mengkombinasikan keduanya, yaitu ekonomi dan psikologi. Menurut Ricciardi (2000) *behavioral finance* merupakan suatu disiplin ilmu yang didalamnya melekat interaksi berbagai disiplin ilmu (*interdisipliner*) dan terus menerus berintegrasi sehingga dalam pembahasannya tidak bisa dilakukan isolasi. *Behavioral finance* dibangun oleh berbagai asumsi dan ide dari perilaku ekonomi. Keterlibatan emosi, sifat, kesukaan dan berbagai macam hal yang melekat dalam diri manusia sebagai makhluk intelektual dan sosial akan berinteraksi melandasi munculnya keputusan melakukan suatu tindakan.

Behavioral finance berbeda dengan keuangan tradisional yang didasarkan pada asumsi bahwa pengambilan keputusan sepenuhnya rasional, sedangkan *behavioral finance* mengasumsikan bahwa orang tidak selalu sepenuhnya rasional, suasana hati, psikologi dan teori psikologi juga memainkan peran penting dalam pengambilan keputusan (Shah, 2013).

Behavioral finance mengintegrasikan psikologi dan ekonomi ke dalam studi penilaian manusia dan bias dalam pengambilan keputusan di bawah kondisi ketidakpastian. Keuangan perusahaan bertujuan untuk menjelaskan kontrak keuangan dan perilaku investasi nyata yang muncul dari interaksi manajer dan investor. Manajer diharapkan untuk mengembangkan ramalan yang tidak bias tentang peristiwa masa depan dan menggunakannya untuk membuat keputusan yang paling sesuai dengan kepentingan mereka.

Behavioral finance bertumpu pada dua pilar yang bertentangan dengan keuangan tradisional. Pertama adalah *limits to arbitrage* yang merujuk pada prediksi dalam keadaan *arbitrage* (berdagang berdasarkan pengetahuan bahwa harga suatu aset berbeda dengan nilai fundamentalnya) akan berlaku efektif dan juga tidak efektif. Hal ini mengasumsikan bahwa arbitrase memiliki risiko yang rendah dan menguntungkan. Kedua adalah psikologi kognitif yang mengacu pada bagaimana orang berfikir. Ada literatur psikologi besar yang mendokumentasikan bahwa orang membuat kesalahan sistematis dalam cara mereka berpikir: mereka terlalu percaya diri, mereka terlalu menekankan pengalaman baru-baru ini, dll. Dimana preferensi mereka juga dapat menciptakan distorsi.

Menurut Shah (2013) *behavioral finance* sangat bertentangan dengan *efficient market hypothesis* (EMH) dimana harga tepat sesuai dengan informasi yang disampaikan di pasar. EMH berpendapat bahwa persaingan antar investor yang mencari keuntungan abnormal yang mendorong harga ke nilai “benar” mereka. EMH tidak menganggap bahwa semua investor itu

rasional, tetapi ia menganggap pasar itu rasional. EMH tidak berasumsi bahwa pasar dapat meramalkan masa depan, tapi ia beranggapan bahwa pasar membuat perkiraan masa depan yang tidak bias.

Baker dan Wurgler (2013) memberikan pendekatan dua arah dalam *behavioral corporate finance*. Pertama berkaitan dengan dampak perilaku investor irasional pada manajer perusahaan yang rasional dan kedua berkaitan dengan cara di mana keputusan yang tidak rasional oleh manajer perusahaan berdampak pada nilai perusahaan. Pendekatan pertama menekankan efek perilaku investor yang kurang rasional sepenuhnya, dan yang kedua menganggap perilaku manajerial yang kurang rasional sepenuhnya. Pendekatan investor irasional mengasumsikan bahwa arbitrase pasar sekuritas tidak sempurna, dan dengan demikian harga dapat terlalu tinggi atau terlalu rendah dan karenanya berdampak pada penerbitan sekuritas.

Menurut Baker dan Wugler (2013) perilaku manajer yang tidak rasional merupakan perilaku yang berangkat dari harapan rasional manajer untuk memaksimalkan nilai perusahaan, dimana manajer percaya keputusan yang diambil dapat memaksimalkan nilai perusahaan namun sebenarnya keputusan tersebut menyimpang dari apa yang diharapkan. Manajer yang rasional diasumsikan merasakan *mispricing*, dan membuat keputusan yang dapat mendorong atau merespons *mispricing*. Sementara keputusan mereka dapat memaksimalkan nilai jangka pendek perusahaan, namun keputusan tersebut menghasilkan nilai jangka panjang yang lebih rendah karena adanya reaksi pasar terhadap harga (Shah, 2013).

4. Struktur Modal

Menurut Riyanto (2010) struktur modal adalah pertimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Sedangkan menurut Fachrudin (2011) struktur modal merupakan perbandingan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Disisi lain Mardiyanto (2009) menyatakan bahwa struktur modal didefinisikan sebagai komposisi dan proporsi utang jangka panjang dan ekuitas (saham preferen dan saham biasa) yang ditetapkan perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2011) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal: pertama adalah stabilitas penjualan, perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Kedua adalah struktur aktiva, perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Faktor ketiga yang mempengaruhi struktur modal adalah *leverage* operasi. Dalam hal ini, perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena memiliki resiko bisnis yang lebih kecil. Faktor keempat adalah tingkat pertumbuhan, perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Namun, pada saat yang sama perusahaan yang memiliki

pertumbuhan yang pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan hutang.

Terkait dengan pasar, terdapat tiga faktor penentu struktur modal yang diidentifikasi oleh Brigham dan Houston (2011) adalah kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan. Kondisi di pasar saham dan pasar obligasi yang mengalami perubahan baik jangka pendek dan panjang, akan sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal, sementara kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan. Yang terakhir, mempertahankan fleksibilitas keuangan, jika dilihat dari sudut pandang operasional berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai, dan ini akan berpengaruh terhadap pilihan struktur modal yang dianggap optimal bagi perusahaan.

Tujuan dari kebijakan struktur modal adalah untuk memperoleh kombinasi sumber dana yang akan meminimalkan biaya modal. Riyanto (2010) menyatakan struktur modal perusahaan secara umum terdiri atas beberapa komponen antara lain :

a. Modal sendiri

Modal sendiri merupakan modal yang berasal dari orang yang menanamkan modal dalam suatu perusahaan. Modal sendiri dapat diperoleh dari pihak internal maupun eksternal. Dari pihak internal bisa berasal dari *retained earning* sedangkan dari pihak eksternal bisa didapatkan dari saham preferen dan saham biasa. Komponen modal

sendiri yang ada di dalam perusahaan perseroan terbatas terbagi menjadi :

1) Saham (*stock*)

Saham adalah surat berharga yang menunjukkan kepemilikan perusahaan yang diterbitkan oleh emiten baik secara terbatas atau tertutup kepada orang-orang tertentu saja ataupun bisa diterbitkan secara *go public* melalui bursa efek yang kemudian di tawarkan kepada investor publik. Saham terdiri dari 3 jenis yaitu :

a) Saham Biasa (*common stock*)

Saham biasa adalah saham mayoritas yang diterbitkan oleh emiten kepada sebagian besar investor. Dividen akan dibagikan kepada pemegang saham biasa ketika perusahaan mendapatkan laba dan berkeinginan untuk membagi kepada pemegang saham biasa.

b) Saham Preferen (*preferred stock*)

Saham preferen adalah jenis saham dimana pemegang saham memiliki beberapa hak istimewa dibandingkan pemilik saham biasa antara lain mendapatkan prioritas untuk mendapatkan dividen terlebih dahulu dari pada pemilik saham biasa. Selain itu pemilik saham preferen juga memiliki hak untuk mendapatkan dana dari

hasil likuidasi perusahaan terlebih dahulu dibandingkan pemilik saham biasa.

c) Saham Preferen Kumulatif (*preferred cumulative stock*)

Pemilik saham ini memiliki hak yang sama dengan pemilik saham preferen namun terdapat perbedaan yang terletak pada hak kumulatif pemegang saham dalam menuntut pembayaran dividen. Pada saat perusahaan tidak mampu membayar dividen kepada pemegang saham dalam beberapa periode karena berbagai sebab, pemegang saham ini dapat menuntut pembayaran dividen yang tidak terbayarkan pada periode-periode sebelumnya.

2) Laba Ditahan (*retained earning*)

Laba ditahan adalah sebagian laba yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan dan kemudian tidak dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen namun digunakan kembali sebagai dana untuk kegiatan operasional perusahaan selanjutnya atau bisa juga dijadikan sebagai dana cadangan perusahaan.

b. Hutang

Hutang adalah sumber pendanaan yang berasal dari pinjaman yang diperoleh dari pihak ketiga perusahaan atau pihak luar perusahaan. Hutang didapatkan melalui beberapa cara mulai dari penerbitan

obligasi, meminjam dana dari bank, melakukan *leasing*, dan lain-lain. Dalam melakukan kebijakan hutang, perusahaan perlu meninjau setiap dana hutang yang akan diperoleh apakah hutang tersebut dapat memberikan kesejahteraan bagi perusahaan terutama para pemegang saham karena setiap hutang terdapat bunga yang menjadi tambahan kewajiban bayar yang harus dilakukan oleh pihak yang memperoleh utang. Untuk itu dalam pemilihan jenis hutang yang dipakai, perusahaan wajib mempertimbangkan akibat dari hasil yang didapatkan ketika melakukan pembiayaan dengan menggunakan utang. Bentuk-bentuk hutang antara lain:

1) Hutang Hipotik

Hutang hipotik adalah hutang jangka panjang kepada pihak asing dengan jaminan aktiva tetap atau tidak bergerak. Hutang ini bisa diperoleh melalui dana pinjaman bank dengan menggunakan sistem agunan.

2) Obligasi

Obligasi adalah surat hutang jangka panjang yang dikeluarkan oleh perusahaan kepada publik. Di dalam lembar obligasi terdapat kupon yang menunjukkan presentase bunga yang harus dibayarkan oleh pihak penerbit obligasi kepada pihak yang membeli dan memegang obligasi.

Menurut Harnanto (1991) Keputusan penggunaan tiap-tiap jenis sumber permodalan atau mengkombinasikannya, dihadapkan pada berbagai pertimbangan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif yang mencakup tiga unsur penting yaitu :

- a. Sifat keharusan untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana tersebut, atau sifat keharusan untuk pembayaran biaya modal.
- b. Sampai seberapa jauh kewenangan dan campur tangan pihak penyedia dana itu dalam pengelolaan perusahaan.
- c. Risiko yang dihadapi oleh perusahaan.

5. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimilikinya (Chen, 2004). Menurut Petronila dan Mukhlisin (2003) profitabilitas merupakan gambaran dan kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Pengukuran profitabilitas dapat menggunakan beberapa indikator seperti laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik.

Analisis profitabilitas menekankan pada kemampuan perusahaan dalam mendayagunakan kekayaan yang ada untuk menghasilkan laba selang periode tertentu yang diukur melalui rasio-rasio profitabilitas (Riyanto, 2010). Proksi lain yang digunakan adalah *Gross Profit Margin*, *Net Profit Margin*, *Return on Investment (ROI)*, *Return on Equity* dan *Earning Power*, (Brigham dan

Houston, 2011). ROI misalnya menunjukkan rasio laba setelah pajak terhadap total aktiva, ROE yang sering disebut rentabilitas modal sendiri, digunakan untuk mengukur seberapa banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri, dan yang terakhir, *earning power* atau rentabilitas, mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha dengan aktiva yang digunakan untuk memperoleh laba tersebut. Rasio ini dihitung dengan membagi laba usaha (laba sebelum bunga dan pajak) dengan total aktiva.

6. Ukuran Perusahaan

Menurut Riyanto (2010) Ukuran Perusahaan adalah tolak ukur besar kecilnya perusahaan dengan melihat besarnya nilai *equity*, nilai penjualan atau nilai *total asset* yang dimiliki perusahaan. Sedangkan Chen & Jiang (2001) menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung melakukan diversifikasi usaha lebih banyak daripada perusahaan kecil. Oleh karena itu kemungkinan kegagalan dalam menjalankan usaha atau kebangkrutan akan lebih kecil.

Ukuran perusahaan sering digunakan sebagai indikator kemungkinan terjadinya kebangkrutan suatu perusahaan. Perusahaan dengan ukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. Hal ini akan mempermudah perusahaan dengan ukuran lebih besar untuk memperoleh pinjaman atau dana eksternal.

7. *Tangibility*

Asset tangibility merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Rajan dan Zingales (1995) dalam Sulistyowati (2015) menyatakan bahwa perusahaan yang semakin besar aktiva tetapnya akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan utang. *Asset tangibility* dapat dinyatakan sebagai perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva yang dimiliki perusahaan (Rajan & Zingales, 1995), sedangkan Baker dan Wurgler (2002) mendefinisikan *asset tangibility* sebagai perbandingan antara *net plant, property, dan equipment* dengan *total asset*.

Asset tangibility menunjukkan seberapa besar jumlah aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio *asset tangibility* yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang besar untuk memberikan jaminan kepada kreditur.

8. *Growth*

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Definisi lain peluang pertumbuhan adalah perubahan total aktiva yang dimiliki perusahaan (Kartini & Arianto, 2008). Besaran ini mengukur sejauh mana laba per lembar saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cepat seringkali harus meningkatkan aktiva tetapnya. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang

tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan dan juga lebih banyak menahan laba.

Perusahaan-perusahaan yang memprediksi akan mengalami pertumbuhan tinggi di masa mendatang cenderung lebih memilih menggunakan saham untuk mendanai operasional perusahaan. Sebaliknya, apabila perusahaan memperkirakan akan mengalami pertumbuhan yang rendah, mereka akan berupaya membagi risiko pertumbuhan rendah dengan para kreditur melalui penerbitan utang yang umumnya dalam bentuk utang jangka panjang (Mai, 2006). Salah satu alasan mendasar atas pola ini adalah biaya mengambang pada emisi saham biasa yang lebih tinggi dibanding pada surat berharga obligasi. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang dibanding dengan perusahaan dengan pertumbuhan lebih lambat.

B. Penelitian yang Relevan

Penelitian yang relevan merupakan hal penting bagi penulis karena dapat dijadikan sebagai referensi serta sebagai salah satu sumber data pendukung yang sesuai dengan topik penelitian yang telah dipilih. Penulis melakukan langkah kajian terhadap beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan. Beberapa penelitian tersebut diantaranya :

1. Penelitian yang dilakukan oleh Barker dan Wurgler (2002) yang berjudul "*Market Timing and Capital Structure*". Penelitian ini bertujuan untuk

melacak implikasi *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan. Dengan menggunakan *market to book ratio* untuk mengukur peluang waktu pasar yang dirasakan oleh para manajer. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan *leverage* rendah cenderung mengumpulkan dana ketika valuasinya tinggi, dan sebaliknya. Peneliti juga menemukan bahwa fluktuasi dalam penilaian pasar memiliki efek pada struktur modal selama satu dekade.

2. Penelitian yang dilakukan oleh Brendea (2012) yang berjudul “*Testing The impac of Market Timing on The Romanian Firm’s Capital Structure*”. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh *market timing* pada struktur modal perusahaan Rumania. Analisis deskriptif perilaku *market timing* dari perusahaan yang terdaftar di Rumania selama periode 2000-2011 mengungkapkan korelasi positif antara *price earnings ratio* dan jumlah perusahaan yang terdaftar di Rumania yang ditandai dengan peningkatan modal. Selain itu, dengan menggunakan model data panel, peneliti menunjukkan bahwa pengaruh *market timing* pada struktur modal perusahaan yang terdaftar di Rumania tidak terlalu persisten sepanjang waktu. Lebih khusus lagi, kecenderungan perusahaan yang terdaftar di Rumania meningkatkan ekuitas ketika nilai pasar mereka tinggi tidak konstan karena pengaruh kondisi pasar.
3. Penelitian yang dilakukan oleh Miswanto (2013) yang berjudul “*Market Timing dan Pengaruhnya terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Indonesia yang IPO Tahun 2000-2008*”. Penelitian ini

bertujuan untuk menguji apakah terdapat *market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan apakah *equity market timing* dalam jangka panjang (*persistent*) berpengaruh pada struktur modal perusahaan manufaktur Indonesia. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur Indonesia yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2000-2008, dan data yang digunakan adalah data panel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat *equity market timing* pada struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia. Dengan demikian terdapat indikasi praktik penerbitan saham tinggi dan pembelian kembali dengan harga rendah. Hasil juga menunjukkan bahwa pengaruh *equity market timing* terus menerus mempengaruhi struktur modal.

4. Penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati (2015) yang berjudul “*Equity Market Timing dan Struktur Modal pada Perusahaan Keluarga di Indonesia*”. Penelitian ini merupakan pengujian empiris *equity market timing* dan struktur modal pada perusahaan-perusahaan keluarga yang melakukan IPO tahun 2001-2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *equity market timing* yang diproksikan dengan EFWAMB tidak mempunyai pengaruh negatif yang *persistent* terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *leverage*, dan PPE, size, dan BEP berpengaruh positif terhadap struktur modal. *Equity market timing* yang diproksikan dengan EFWAMB memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal hanya pada IPO+1, hal ini berarti pada saat IPO+1 struktur modal perusahaan keluarga yang melakukan IPO tahun 2001-2005 yang tercatat di BEI sesuai dengan *equity*

market timing. Pada tahun tersebut perusahaan-perusahaan keluarga merespon harga pasar saham yang terlalu tinggi (rendah) dengan cara menerbitkan (membeli kembali) saham. Perusahaan keluarga yang melakukan IPO tahun 2001-2005 yang tercatat di BEI yang mempunyai aktiva tetap yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan dengan utang dikarenakan mempunyai aktifa tetap yang tinggi yang dapat dijadikan sebagai jaminan perusahaan, yang ditunjukkan dengan pengaruh positif PPE terhadap *leverage*.

5. Penelitian yang dilakukan oleh Fahima (2016) yang berjudul “*Equity Market Timing* dan Struktur Modal”. Penelitian ini merupakan pengujian empiris dari *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia. Untuk menganalisis data, penelitian ini menggunakan SPSS 16 untuk menguji variabel independen dan dependen. Hasilnya menunjukkan bahwa *equity market timing* tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang melakukan IPO pada periode 2001 dan 2002 yang terdaftar di BEI, serta pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan tidak persisten dan berpengaruh negatif signifikan, dimana struktur modal perusahaan menghilang dalam tahun ketiga setelah IPO.
6. Penelitian yang dilakukan oleh Wijayati (2018) yang berjudul “Pengaruh *Market Timing* terhadap Struktur Modal Perusahaan yang Melakukan Penawaran Saham Perdana (IPO) yang Tercatat di Daftar Efek Syariah Periode 2011-2016”. Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah

perusahaan Indonesia mengikuti filosofi *equity market timing* dalam mengatur struktur modalnya. *Equity market timing* mengacu pada praktik menerbitkan saham pada harga yang tinggi (*overvalued*) dan membelinya kembali pada harga yang rendah (*undervalued*). Penelitian ini menggunakan data jenis *cross section* dengan sampel sebanyak 36 perusahaan non keuangan yang melakukan IPO di Indonesia pada tahun 2011-2016 serta perusahaan tersebut tercantum dalam Indeks Saham Syariah Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengujian hipotesis pertama terbukti bahwa *market to book ratio* berpengaruh negatif terhadap perubahan *leverage*, dan pada hipotesis kedua *market to book* memiliki pengaruh positif terhadap penerbitan ekuitas. Dengan hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia menggunakan *equity market timing* sewaktu melakukan penerbitan saham.

7. Penelitian yang dilakukan oleh Yuniawati (2015) yang berjudul “*Market Timing Theory* dalam Penentuan Struktur Modal : Studi Kasus pada Perusahaan IPO”. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah *market timing theory* berlaku dan berhubungan dengan struktur modal perusahaan pada kasus IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2008-2009. Selain itu, penelitian ini juga menguji dan menganalisis determinan yang mempengaruhi struktur modal, yaitu *asset tangibility*, *profitability*, *firm size*, dan *liquidity*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market to book ratio* berhubungan negatif namun tidak signifikan pada kasus IPO 2008 dan berhubungan positif signifikan pada kasus IPO 2009 terhadap

perubahan *leverage*. Hasil pengujian mengindikasikan bahwa tidak terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa *market timing theory* berlaku dan berhubungan secara negatif terhadap struktur modal pada kasus IPO tahun 2008 dan IPO 2009. Hal tersebut menggambarkan bahwa *market to book ratio* dipersepsikan sebagai kesempatan berkembang dan berinvestasi, selain itu hubungan positif juga diduga diakibatkan oleh tingginya *assymetric information* di negara-negara berkembang, berbeda dengan hipotesa *market timing theory*. Hasil lain yang didapatkan adalah bahwa hanya likuiditas yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

C. Kerangka Berpikir

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu, maka kerangka berpikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Pengaruh *Equity Market Timing* terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pada dasarnya tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Fokus dari manajemen keuangan ditujukan kepada keputusan-keputusan manjerial untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam mencapai tujuan tersebut pengambilan keputusan keuangan yang menjadi tanggung jawab seorang manajer keuangan dibagi menjadi tiga, yaitu: *investment decision*, *financing decision*, dan *devidend decision*. Dalam melaksanakan *financing decision*, manajer keuangan harus mencari alternatif sumber dana atau kombinasi sumber dana optimal yang akan

dipilih guna mendanai berbagai alternatif investasi. Dengan adanya penelitian yang dilakukan Mitton (2002) manajer semakin terdorong untuk memperhatikan kepentingan pemegang saham, salah satunya dengan memberlakukan *equity market timing* pada struktur modal karena dapat menguntungkan pemegang saham.

Equity market timing adalah teori yang diungkapkan oleh Baker dan Wurgler (2002), yang mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali *equity* pada saat *market value* rendah. Ketika *market value* tinggi (*overvalued*), maka perusahaan cenderung menerbitkan saham dibandingkan menerbitkan utang. Hal tersebut dilakukan karena pada saat nilai *market to book ratio* yang merupakan proksi dari *equity market timing* tinggi maka perusahaan akan mendapatkan hasil penjualan saham yang lebih tinggi dibandingkan ketika nilai *market to book ratio* rendah. Dengan hasil penjualan saham yang tinggi maka pemenuhan kebutuhan modal melalui utang yang dihitung dengan rasio *leverage* akan menurun. Berdasarkan uraian tersebut maka *equity market timing* memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

2. Persistensi Pengaruh *Equity Market Timing* terhadap Struktur Modal Perusahaan

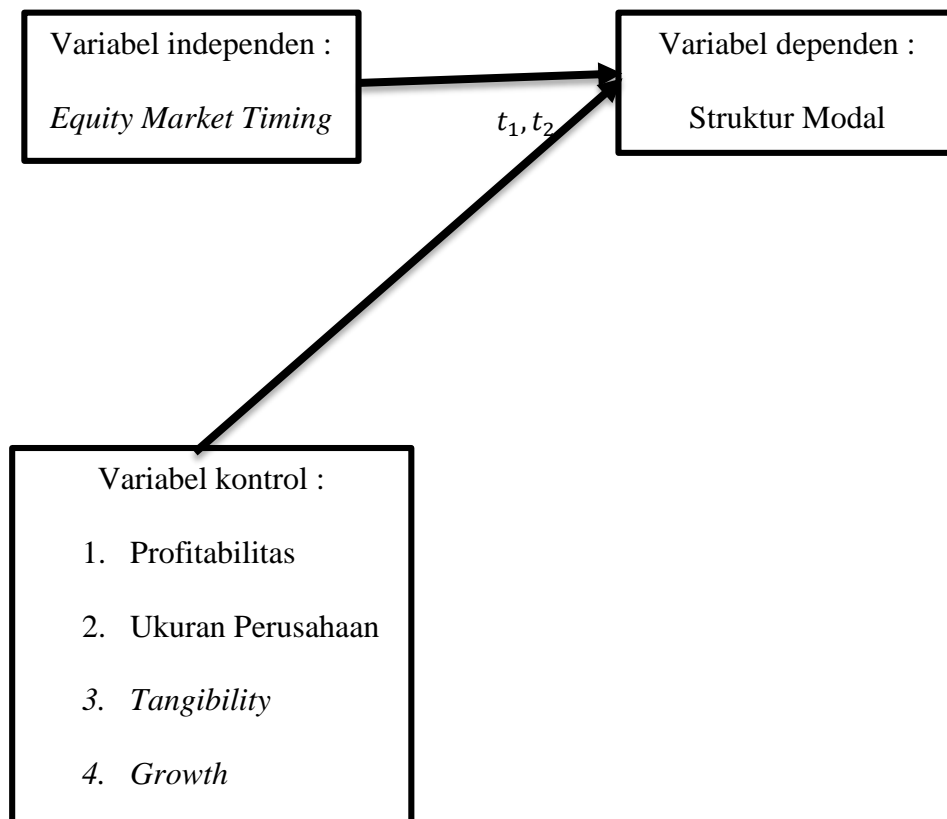
Adanya persistensi pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan berevolusi sebagai hasil kumulatif dari upaya-upaya yang lalu untuk

menyesuaikan dengan pasar ekuitas (Baker & Wugler, 2002). Manajer melakukan penyesuaian dengan pasar ekuitas untuk memanfaatkan momentum fluktuasi temporer biaya saham yang relatif lebih murah. Dengan perusahaan menerbitkan *equity* pada biaya saham yang lebih murah tersebut diharapkan akan membantu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu manajer melakukan pengulangan momentum tersebut dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Persistensi *equity market timing* diproksikan dengan *historical market value* yang diukur dengan *external finance weighted average market to book ratio* (EFWAMB). Dengan mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Wurgler (2002) dengan hasil seperti itu maka *historical market value* yang diukur dengan EFWAMB cukup kuat menunjukkan bahwa *historical market value* berpengaruh negatif terhadap *leverage*, dan berarti cukup bukti bahwa *equity market timing* secara persisten berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini dapat disimpulkan bahwa maksud dari *persistent* dalam penelitian ini adalah pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal adalah tetap yaitu berpengaruh negatif dan signifikan selama beberapa tahun setelah melakukan penawaran perdana.

D. Paradigma Penelitian

Berdasarkan landasan teori yang telah diungkapkan sebelumnya, maka dapat disusun kerangka pemikiran pada gambar berikut :



E. Hipotesis

Berdasarkan tinjauan pustaka dan kerangka berpikir, maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

1. H_{a_1} : *Equity market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.
2. H_{a_2} : Terdapat persistensi *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian asosiatif kausalitas. Asosiatif kausalitas adalah jenis penelitian yang mencari hubungan sebab akibat antara variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal perusahaan yang diproksikan dengan *market leverage*, sedangkan variabel independen adalah *equity market timing* yang diproksikan dengan *market to book ratio* untuk menguji hipotesis pertama dan *external finance weighted average market to book ratio* untuk menguji hipotesis kedua. Penelitian ini menggunakan variabel kontrol yang terdiri atas profitabilitas, ukuran perusahaan, *tangibility*, dan *growth*.

B. Tempat dan Waktu Penelitian

Penelitian ini akan dilakukan pada perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014 dengan periode waktu penelitian 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan berdasarkan data yang diperoleh dari situs resmi BEI www.idx.co.id, www.idnfinancials.com, www.finance.yahoo.com, dan situs resmi perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Pengumpulan data dilakukan pada bulan Desember 2018 hingga bulan Januari 2019.

C. Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2009). Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014.

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi (Sugiyono, 2005). Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014, yang mempunyai laporan keuangan satu tahun sebelum melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana. Sampel pada penelitian ini ditentukan dengan menggunakan *purposive sampling* yang membatasi pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini adalah :

1. Perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014.
2. Perusahaan manufaktur yang memiliki laba positif selama periode penelitian.
3. Perusahaan manufaktur yang memberikan kelengkapan data satu tahun sebelum melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana.

D. Definisi Operasional

Penelitian ini menggunakan satu variabel dependen, satu variabel independen, dan empat variabel kontrol. Definisi operasional masing-masing variabel dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen atau variabel terikat adalah variabel yang diamati dan diukur untuk menentukan pengaruh yang disebabkan oleh variabel bebas (Sarwono, 2006). Dalam penelitian ini, struktur modal perusahaan menjadi variabel dependen yang diproksikan dengan *market leverage*. Menurut Setyawan (2011) penggunaan *market leverage* sebagai proksi struktur modal lebih mampu menjelaskan adanya efek *market timing*. Dengan mengacu pada Setyawan (2011) dalam Yuniawati (2015) *market leverage* diukur menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Market Leverage} = \frac{\text{Book Debt}}{\text{Total Assets} - \text{Book Equity} + \text{Market Equity}}$$

2. Variabel Independen (X)

Variabel independen (variabel bebas) adalah variabel yang diduga berpengaruh terhadap variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *equity market timing* yang diproksikan dengan *market to book ratio* untuk menguji hipotesis pertama. Dengan mengacu pada Brendera (2012) *market to book ratio* diukur menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$M/B = \frac{\text{Market value of firm}}{\text{Book value of firm}}$$

Untuk menguji hipotesis kedua *equity market timing* yang diproksikan dengan *external finance weighted average market to book ratio*. Dengan mengacu pada Baker dan Wugler (2002) *external finance weighted average market to book ratio* diukur menggunakan persamaan sebagai berikut :

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

Keterangan :

e_s = *Net equity issue* periode sekarang

d_s = *Net debt issue* periode sekarang

e_r = *Net equity issue* periode sebelumnya

d_r = *Net debt issue* periode sebelumnya

$\left(\frac{M}{B}\right)_s$ = *Market to book ratio* periode sekarang

3. Variabel Kontrol (Z)

Variabel kontrol merupakan variabel yang dapat dikendalikan sehingga pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

a. Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak dengan menggunakan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin efektif dan efisien pengelolaan seluruh aktiva yang dimiliki

perusahaan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak, dengan demikian semakin kecil penggunaan utang untuk membiayai kebutuhan pendanaan. Dengan mengacu pada Fahima (2016) Profitabilitas diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$Prof = \frac{EBIT}{Total\ assets}$$

b. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*size*) menunjukkan besar atau kecilnya kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa ukuran perusahaan pada dasarnya merupakan salah satu proksi dari kemungkinan kebangkrutan. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan dan sebaliknya. Dengan mengacu pada Baker dan Wugler (2002) ukuran perusahaan (*size*) diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$Size = \log(Sales)$$

c. *Tangibility*

Asset tangibility merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio *asset tangibility* yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang besar untuk memberikan jaminan pada kreditur, sehingga *leverage* perusahaan akan semakin tinggi. Dengan mengacu pada

penelitian yang dilakukan Rajan & Zingale (1995) dalam Sulistyowati (2015) *asset Tangibility* diukur dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$Tang = \frac{Fixed\ assets}{Total\ assets}$$

d. *Growth*

Growth Opportunity disebut juga kesempatan suatu perusahaan untuk tumbuh dimasa yang akan datang (Brigham & Houston, 2011). *Growth Opportunity* diukur dengan membandingkan antara harga per lembar saham dengan *earning per share*. Dengan mengacu pada penelitian yang dilakukan Meutia (2016) *Growth Opportunity* diukur menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$Growth = \frac{Harga\ per\ lembar\ saham}{Earning\ per\ share}$$

E. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dilakukan dengan menelusuri hasil dokumentasi laporan keuangan perusahaan sampel di web resmi BEI www.idx.co.id, www.idnfinancials.com, www.finance.yahoo.com, dan situs resmi perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga mengumpulkan data melalui situs lain yang terkait serta jurnal dan artikel ilmiah lainnya.

F. Metode Analisis Data

Metode Analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi data panel dengan menggunakan program pengolahan data Eviews 9. Analisis regresi data panel adalah analisis regresi dengan struktur data yang merupakan data panel. Data panel merupakan kombinasi antara data *cross-section* dan data *time series* (Kuncoro, 2011). Data *cross section* adalah data observasi pada beberapa subjek penelitian dalam satu waktu, misalnya dalam satu tahun. Sedangkan Data *time series* adalah data observasi pada satu subjek penelitian diamati dalam satu periode waktu, misalnya selama sepuluh tahun. Dalam data panel, observasi dilakukan pada beberapa subjek dianalisis dari waktu ke waktu.

Penelitian ini menggunakan model analisis regresi data panel untuk menguji kedua hipotesis dalam penelitian ini. Hipotesis pertama mengenai pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan model penelitian dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$Lev_t = \alpha + \beta_1 M/B_{it} + \beta_2 Prof_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 G_{it} + \varepsilon_t$$

Keterangan :

α = *intercept*

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

Lev_t = *leverage* perusahaan i pada tahun t

M/B_{it} = *market to book ratio* perusahaan i pada tahun t

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

$Size_{it}$	= ukuran perusahaan i pada tahun t
$Tang_{it}$	= <i>tangibility</i> perusahaan i pada tahun t
G_{it}	= <i>growth opportunity</i> perusahaan i pada tahun t
ε_t	= <i>error</i>

Sedangkan untuk menguji hipotesis kedua mengenai persistensi *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan model penelitian yang digunakan adalah model Baker dan Wugler (2002) :

$$Lev_{it} = \alpha + \beta_1 M/B_{efwa,t-1} + \beta_2 Prof_{t-1} + \beta_3 Size_{t-1} + \beta_4 Tang_{t-1} + \beta_4 G_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

α	= <i>intercept</i>
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	= koefisien regresi
Lev_{it}	= <i>market leverage</i> perusahaan i pada tahun t
$M/B_{efwa,t-1}$	= <i>external finance weighted average market to book ratio</i> perusahaan i pada tahun _{t-1}
$Prof_{t-1}$	= profitabilitas perusahaan 1 pada tahun _{t-1}
$Size_{t-1}$	= ukuran perusahaan i pada tahun _{t-1}
$Tang_{t-1}$	= <i>tangibility</i> perusahaan i pada tahun _{t-1}
G_{t-1}	= <i>growth opportunity</i> perusahaan i pada tahun _{t-1}
ε_{it}	= <i>error</i>

Pengujian persistensi dalam hipotesis kedua ini dilakukan selama 3 tahun setelah perusahaan melakukan penawaran perdana.

G. Teknik Analisis Data

1. Analisis Data Panel

Analisis regresi data panel dapat dilakukan melalui tiga metode estimasi yaitu :

a. *Common Effect Model*

Common effect model diasumsikan bahwa tidak ada perbedaan nilai intersep dan slope pada hasil regresi baik atas dasar perbedaan antar individu maupun antar waktu. Metode pendugaan parameter pada model *common effect* menggunakan metode *Ordinary Least Square (OLS)*. Secara umum, persamaan model *common effect* ditulis sebagai berikut :

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

Untuk $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$; $k = 1, 2, \dots, K$

Keterangan :

Y_{it} = variabel respon pada unit observasi ke i dan waktu ke t

X_{kit} = nilai variabel bebas ke k untuk *cross section* ke i

dan tahun ke t

β_0 = intersep model regresi

β_k = koefisien slope

K = banyaknya variabel bebas

N = banyak observasi

T = banyak periode tahun

u_{it} = galat pada unit observasi ke i dan waktu t

b. *Fixed Effect Model*

Metode pendugaan regresi data panel pada *fixed effect model* menggunakan teknik penambahan variabel dummy atau *Least Square Dummy Variabel (LSDV)*. Model *Least Square Dummy Variabel (LSDV)* merupakan heterogenitas antarsubjek dengan memberi setiap entitas nilai intersep tersendiri (Gujarati, 2012). Terdapat dua asumsi yang terdapat pada model *fixed effect* yaitu sebagai berikut :

Slope konstan tetapi intersep bervariasi antar unit individu

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

Untuk $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$; $k = 1, 2, \dots, K$

Slope konstan tetapi intersep bervariasi antar individu dan antar periode waktu

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

Untuk $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$; $k = 1, 2, \dots, K$

c. *Random Effect Model*

Bila pada *fixed effect* perbedaan antar individu dan waktu dicerminkan lewat intersep, maka pada *random effect* diakomodasi lewat *error* (Gujarati, 2012). Metode pendugaan regresi data panel pada *random effect model* menggunakan metode *Generalized Least Square (GLS)*. Terdapat dua asumsi dalam *random effect* yaitu sebagai berikut :

Intersep dan slope berbeda antara individu

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_{ki} X_{kit} + u_{it}$$

Untuk $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$; $k = 1, 2, \dots, K$

Intersep dan slope berbeda antar individu dan antar waktu

$$Y_{it} = \beta_{0ik} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it}$$

Untuk $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, \dots, T$; $k = 1, 2, \dots, K$

Pemilihan model ini disesuaikan dengan data yang tersedia dan hasil uji estimasi. Sebelum melakukan analisis data regresi langkah yang pertama

dilakukan adalah melakukan uji spesifikasi model untuk memperoleh estimasi model yang paling tepat digunakan dalam penelitian. Setelah pemilihan model, langkah selanjutnya adalah melakukan uji asumsi klasik dan uji signifikansi untuk menguji hipotesis penelitian.

2. Uji Spesifikasi Model

Sebelum melakukan regresi, langkah yang dilakukan adalah melakukan uji spesifikasi model merupakan uji yang dilakukan untuk menentukan model yang tepat diantara model *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Dalam menentukan model mana yang akan digunakan, maka pengujian yang dilakukan adalah :

a. Uji Chow

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

$$H_0 : \text{Common Effect Model}$$

$$H_a : \text{Fixed Effect Model}$$

Menurut Gujarati & Poter (2012) apabila hasil uji spesifikasi ini menunjukkan probabilitas *Chi-square* lebih kecil dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Fixed effect*, dan jika probabilitas *Chi-square* lebih besar dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Common effect*. Ketika model yang terpilih adalah *fixed effect* maka perlu dilakukan uji lagi, yaitu uji Hausman untuk mengetahui apakah sebaiknya memakai *fixed effect model (FEM)* atau *random effect model (REM)*.

b. Uji Hausman

Uji ini bertujuan untuk mengetahui model yang sebaiknya dipakai, yaitu *fixed effect model (FEM)* atau *random effect model (REM)*. Dalam FEM setiap obyek memiliki intersep yang berbeda-beda, akan tetapi intersep masing-masing obyek tidak berubah seiring waktu. Hal ini disebut dengan *time-invariant*. Sedangkan dalam REM, intersep (bersama) mewakili nilai rata-rata dari semua intersep (*cross section*) dan komponen ε_1 mewakili deviasi (acak) dari intersep individual terhadap nilai rata-rata tersebut (Gujarati, 2012). Hipotesis dalam uji Hausman sebagai berikut :

$$H_0 : \text{Random Effect Model}$$

$$H_a : \text{Fixed Effect Model}$$

Apabila hasil uji Hausman menghasilkan probabilitas *Cross-section random* lebih kecil dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Fixed effect*, dan jika probabilitas *Cross-section random* lebih besar dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Random effect*.

c. Uji Lagrange Multiplier

Uji *Lagrange Multiplier* digunakan untuk menentukan apakah model *random effect* atau model *common effect* yang lebih baik digunakan. Uji ini dilakukan jika pada uji Hausman model yang terpilih adalah *random effect*. Hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$H_0 : \text{Common Effect Model}$$

$$H_a : \text{Random Effect Model}$$

Uji ini didasarkan pada distribusi *Chi Square* dengan *degree of freedom* sebesar jumlah variabel independen. Jika nilai *Lagrange Multiplier* statistik lebih besar dari nilai kritis statistik *Chi Square* maka H_0 ditolak, sehingga *Random Effect Model* adalah model yang terbaik. Sebaliknya jika nilai *Lagrange Multiplier* statistik lebih kecil dari nilai kritis statistik *Chi Square* maka H_0 diterima, sehingga model yang terbaik adalah *Common Effect Model*.

3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui bahwa model regresi dapat dijadikan alat estimasi yang tidak bias. Menurut Sudrajad (1988) Model regresi yang dapat dijadikan alat yang tidak bias jika telah memenuhi persyaratan *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) yakni tidak terdapat heteroskedastisitas, tidak terdapat multikolinearitas, dan tidak terdapat autokorelasi. Penggunaan data panel juga memiliki beberapa karakter dan kelebihan yang berguna bagi penelitian salah satunya adalah bersifat *robust* (kokoh) terhadap pelanggaran asumsi multikolinearitas (Ariefianto, 2012). Sehingga uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

a. Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan dengan maksud untuk mengetahui apakah variabel dependen dan independen atau keduanya berdistribusi normal, mendekati normal, atau tidak. Model regresi yang baik hendaknya berdistribusi normal atau mendekati normal. Uji statistik yang

dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik *Jarque Bera*. Uji *Jarque Bera* didasarkan pada kenyataan bahwa nilai *skewness* dan kurtosis dari distribusi normal sama dengan nol. Oleh karena itu, nilai absolut dari parameter ini bisa menjadi ukuran penyimpangan distribusi dari normal. Uji ini membandingkan nilai *Jarque Bera* dengan nilai *chi-square tabel* pada derajat kebebasan 2. Hipotesisnya adalah :

H_0 : Data residual berdistribusi normal

H_a : Data residual tidak berdistribusi normal

Apabila nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih kecil dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak atau data tidak berdistribusi normal, sedangkan apabila nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih besar dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima atau data berdistribusi normal (Gujarati, 2006).

b. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah residual dari model yang terbentuk memiliki varians yang konstan atau tidak. Suatu model yang baik adalah model yang memiliki varians dari setiap gangguan atau residualnya konstan. Jika varians dari residual dan satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Jika varians berbeda disebut heteroskedastisitas.

Adanya sifat heteroskedastisitas ini dapat membuat penaksiran dalam model bersifat tidak efisien. Umumnya masalah heteroskedastisitas cenderung terjadi pada data *cross section* dibandingkan dengan data *time series* (Gujarati, 2003). Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah dengan *me-regress* model dengan log residu kuadrat sebagai variabel terikat.

H_0 : Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas

H_a : Terdapat masalah heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini menggunakan uji Glejser untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. Apabila nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak atau terjadi masalah heteroskedastisitas, sedangkan apabila nilai probabilitas lebih besar dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima atau tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

c. Uji Autokorelasi

Autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (untuk data *times series*) atau ruang (data *cross-section*). Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode waktu atau ruang dengan kesalahan pengganggu pada waktu atau ruang sebelumnya. Model regresi linier yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksi

adanya masalah ini, ada atau tidaknya masalah autokorelasi ditunjukkan oleh nilai *Durbin-Watson (DW test)*. Kriteria dari uji DW sebagai berikut :

Tabel 1
Analisis *Durbin-Watson*

Jika	Hipotesis Nol	Keputusan
$0 < d < dl$	Tidak ada autokorelasi positif	Ditolak
$dl \leq d \leq du$	Tidak ada autokorelasi positif	<i>No decision</i>
$4-dl < d < 4$	Tidak ada korelasi negatif	Ditolak
$4-du \leq d \leq 4-dl$	Tidak ada korelasi negatif	<i>No decision</i>
$du < d < 4-du$	Tidak ada autokorelasi, positif atau negatif	Diterima

Sumber : Gujarati (2003)

4. Uji Signifikansi

a. Uji Parsial (Uji t)

Uji parsial pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Langkah-langkah yang dilakukan dalam uji parsial adalah sebagai berikut :

1) Menentukan hipotesis

Hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatifnya (H_a) yang hendak diuji adalah sebagai berikut :

a) $H_{01}: \beta_1 \geq 0$; *market to book ratio* tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *market leverage*.

$H_{a1}: \beta_1 < 0$; *market to book ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *market leverage*.

b) $H_{02}: \beta_1 \geq 0$; *external finance weighted average market to book ratio* tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *market leverage* selama periode penelitian.

$H_{a2}: \beta_1 < 0$; *external finance weighted average market to book ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *market leverage* selama periode penelitian.

- 2) Menentukan tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$)
- 3) Membandingkan antara probabilitas dan taraf signifikansi yang telah ditetapkan
- 4) Menarik kesimpulan statistik

Ketentuan dalam menarik kesimpulan adalah sebagai berikut :

H_0 : Apabila *p-value* $> 0,05$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak.

H_a : Apabila *p-value* $< 0,05$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

b. Uji signifikansi simultan (Uji statistik F)

Uji F digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pada tingkat signifikansi 5%, maka hasil pengujian yang akan digunakan adalah sebagai berikut:

- 1) Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi (negatif/positif) variabel dependen secara signifikan.

- 2) Jika $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}}$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya variabel independen secara bersama-sama tidak mempengaruhi variabel dependen secara signifikan.

c. Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi (*Adjusted R²*) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai (*Adjusted R²*) yang kecil berarti kemampuan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel independen.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Data

Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014 periode satu tahun sebelum melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana. Populasi perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia berjumlah 20 perusahaan. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini adalah :

1. Perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014.
2. Perusahaan manufaktur yang memiliki laba positif selama periode penelitian.
3. Perusahaan manufaktur yang memberikan kelengkapan data satu tahun sebelum melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana.

Berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan maka untuk menghitung sampel penelitian yaitu :

Tabel 2
Perhitungan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah	Jumlah Data Selama 4 Periode
Perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014	20	80
Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki laba positif selama periode penelitian.	(4)	(16)
Perusahaan manufaktur yang tidak memberikan kelengkapan data yaitu 1 tahun sebelum melakukan penawaran perdana sampai 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana.	(1)	(4)
Total Sampel	15	60

Sumber : Data Sekunder yang diolah 2019

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan maka didapatkan sampel sebanyak 15 perusahaan manufaktur. Berdasarkan empat tahun periode penelitian maka total sampel yang digunakan sebanyak 60 sampel. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah sebagai berikut :

Tabel 3
Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur yang Melakukan Penawaran
Perdana Tahun 2010-2014

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1	Nippon Indosari Corporindo Tbk	ROTI
2	Indopoly Swakarsa Industry Tbk	IPOL
3	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
4	Martina Berto Tbk	MBTO
5	Alkindo Naratama Tbk	ALDO
6	Star Petrochem Tbk	STAR
7	Trisula Internasional Tbk	TRIS
8	Wismilak Inti Makmur Tbk	WIIM
9	Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk	ISSP
10	Sri Rejeki Isman Tbk	SRIL
11	Semen Baturaja Tbk	SMBR
12	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk	SIDO
13	Wijaya Karya Beton Tbk	WTON
14	Chitose Internasional Tbk	CINT
15	Impack Pratama Industri Tbk	IMPC

Sumber: Lampiran 1, halaman 106

B. Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan deskripsi tentang data masing-masing variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini. Data tersebut meliputi jumlah data, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi. Hasil statistik data variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dan telah dilakukan pengolahan data adalah sebagai berikut :

Tabel 4
Data Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Max	Min	Std. Dev
LEV	60	0,636290	1,512400	0,110700	0,272198
MTB	60	0,367032	0,982900	0,037500	0,246211
EFWA	60	0,107503	0,282200	0,010100	0,067600
PROF	60	0,099868	0,237000	0,005300	0,058471
SIZE	60	12,18027	13,39960	11,31120	0,503161
TANG	60	0,371305	0,796600	0,124400	0,174567
GROWTH	60	18,63376	107,3077	1,534500	18,92827

Sumber: Lampiran 31, halaman 146

1. Variabel *Market Leverage*

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa *mean* atau nilai rata-rata variabel *market leverage* pada perusahaan manufaktur dengan periode data saat melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana adalah sebesar 0,636290 dan nilai standar deviasi yaitu 0,272198. Nilai rata-rata (*mean*) lebih besar dari standar deviasi yaitu $0,636290 > 0,272198$, hal tersebut menunjukkan *market leverage* memiliki sebaran data yang baik. Perusahaan manufaktur yang memiliki *market leverage* terbesar adalah Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk pada periode 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan nilai maksimum 1,5124 sedangkan perusahaan dengan nilai *market leverage* terkecil adalah Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan nilai minimum sebesar 0,1107.

2. Variabel *Market to Book Ratio*

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa *mean* atau nilai rata-rata variabel *Market to Book Ratio* pada perusahaan manufaktur dengan periode data saat melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana adalah sebesar 0,367032 dan nilai standar deviasi yaitu 0,246211. Nilai rata-rata (*mean*) lebih besar dari standar deviasi yaitu $0,367032 > 0,246211$, hal tersebut menunjukkan *Market to Book Ratio* memiliki sebaran data yang baik. Perusahaan manufaktur yang memiliki *Market to Book Ratio* terbesar adalah Star Petrochem Tbk pada periode saat melakukan penawaran perdana dengan nilai maksimum 0,9829 sedangkan perusahaan dengan nilai *Market to Book Ratio* terkecil adalah Impack Pratama Industri Tbk pada periode 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan nilai minimum sebesar 0,0375.

3. Variabel *External Finance Weighted Average Market to Book Ratio*

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa *mean* atau nilai rata-rata variabel *external finance weighted average market to book ratio* pada perusahaan manufaktur dengan periode data saat melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana adalah sebesar 0,107503 dan nilai standar deviasi yaitu 0,0676. Nilai rata-rata (*mean*) lebih besar dari standar deviasi yaitu $0,107503 > 0,0676$, hal tersebut menunjukkan *external finance weighted average market to book ratio* memiliki sebaran data yang baik. Perusahaan manufaktur yang memiliki *external finance weighted average market to book ratio* terbesar adalah Star

Petrochem Tbk pada periode 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan nilai maksimum 0,2822 sedangkan perusahaan dengan nilai *external finance weighted average market to book ratio* terkecil adalah Impack Pratama Industri Tbk pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan nilai minimum sebesar 0,0101.

4. Variabel Profitabilitas

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa *mean* atau nilai rata-rata variabel Profitabilitas pada perusahaan manufaktur dengan periode saat melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana adalah sebesar 0,099868 dan nilai standar deviasi yaitu 0,058471. Nilai rata-rata (*mean*) lebih besar dari standar deviasi yaitu $0,099868 > 0,058471$, hal tersebut menunjukkan Profitabilitas memiliki sebaran data yang baik. Perusahaan manufaktur yang memiliki Profitabilitas terbesar adalah Nippon Indosari Corporindo Tbk pada periode saat melakukan penawaran perdana dengan nilai maksimum 0,237 sedangkan perusahaan dengan nilai Profitabilitas terkecil adalah Star Petrochem Tbk pada periode saat melakukan penawaran perdana dengan nilai minimum sebesar 0,0053.

5. Variabel Ukuran Perusahaan

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa *mean* atau nilai rata-rata variabel ukuran perusahaan pada perusahaan manufaktur dengan periode data saat melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan

penawaran perdana adalah sebesar 12,18027 dan nilai standar deviasi yaitu 0,503161. Nilai rata-rata (*mean*) lebih besar dari standar deviasi yaitu $12,18027 > 0,503161$, hal tersebut menunjukkan ukuran perusahaan memiliki sebaran data yang baik. Perusahaan manufaktur yang memiliki ukuran perusahaan terbesar adalah Indofood CBP Sukses Makmur Tbk pada periode 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan nilai maksimum 13,39960 sedangkan perusahaan dengan nilai ukuran perusahaan terkecil adalah Star Petrochem Tbk pada periode saat melakukan penawaran perdana dengan nilai minimum sebesar 11,3112.

6. Variabel *Tangibility*

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa *mean* atau nilai rata-rata variabel *Tangibility* pada perusahaan manufaktur dengan periode data saat melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana adalah sebesar 0,371305 dan nilai standar deviasi yaitu 0,174567. Nilai rata-rata (*mean*) lebih besar dari standar deviasi yaitu $0,371305 > 0,174567$, hal tersebut menunjukkan *Tangibility* memiliki sebaran data yang baik. Perusahaan manufaktur yang memiliki *Tangibility* terbesar adalah Semen Baturaja Tbk pada periode 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan nilai maksimum 0,7966 sedangkan perusahaan dengan nilai *Tangibility* terkecil adalah Martina Berto Tbk pada periode tahun melakukan penawaran perdana dengan nilai minimum sebesar 0,1244.

7. Variabel *Growth*

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui bahwa *mean* atau nilai rata-rata variabel *Growth* pada perusahaan manufaktur dengan periode data saat melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana adalah sebesar 18,63376 dan nilai standar deviasi yaitu 18,92827. Nilai rata-rata (*mean*) lebih kecil dari standar deviasi yaitu $18,63376 < 18,92827$, hal tersebut menunjukkan *Growth* memiliki sebaran data yang tidak baik. Perusahaan manufaktur yang memiliki *Growth* terbesar adalah Semen Baturaja Tbk pada periode 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana dengan nilai maksimum 107,3077 sedangkan perusahaan dengan nilai *Growth* terkecil adalah Impack Pratama Industri Tbk pada periode tahun melakukan penawaran perdana dengan nilai minimum sebesar 1,5345.

C. Hasil Penelitian

1. Pengujian Model Pertama

Langkah yang pertama dilakukan dalam penelitian ini adalah melakukan pengujian pada model pertama. Pertama dengan melakukan uji spesifikasi untuk memperoleh estimasi model yang paling tepat digunakan dalam penelitian. Setelah pemilihan model, langkah selanjutnya adalah melakukan uji asumsi klasik dan uji signifikansi untuk menguji hipotesis penelitian.

a. Uji Spesifikasi Model

Uji Spesifikasi Model merupakan uji yang dilakukan untuk menentukan model yang tepat diantara model *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Dalam menentukan model mana yang akan digunakan, maka pengujian yang dilakukan adalah :

1) Uji Chow

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

$$H_0 : \text{Common Effect Model}$$

$$H_a : \text{Fixed Effect Model}$$

Menurut Gujarati & Poter (2012) apabila hasil uji spesifikasi ini menunjukkan probabilitas *Chi-square* lebih kecil dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Fixed effect*, dan jika probabilitas *Chi-square* lebih besar dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Common effect*. Berikut disajikan hasil estimasi uji Chow yang telah dilakukan.

Tabel 5
Hasil Uji Chow

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

Sumber: Lampiran 32, halaman 147

Berdasarkan hasil uji Chow pada tabel 5 dapat diketahui bahwa nilai Probabilitas *Cross-section Chi-square* sebesar 0,0000 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan pada penelitian ini model *Fixed Effect* lebih tepat dibandingkan dengan model *Common Effect*. Hal ini berarti hipotesis alternatif (H_a) diterima.

2) Uji Hausman

Uji ini bertujuan untuk mengetahui model yang sebaiknya dipakai, yaitu *fixed effect model (FEM)* atau *random effect model (REM)*. Dalam FEM setiap obyek memiliki intersep yang berbeda-beda, akan tetapi intersep masing-masing obyek tidak berubah seiring waktu. Hal ini disebut dengan *time-invariant*. Sedangkan dalam REM, intersep (bersama) mewakili nilai rata-rata dari semua intersep (*cross section*) dan komponen ε_1 mewakili deviasi (acak) dari intersep individual terhadap nilai rata-rata tersebut (Gujarati, 2013). Hipotesis dalam uji Hausman sebagai berikut :

$$H_0 : \text{Random Effect Model}$$

$$H_a : \text{Fixed Effect Model}$$

Apabila hasil uji Hausman menghasilkan *probabilitas Cross-section random* lebih kecil dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Fixed effect*, dan jika *probabilitas Cross-section random* lebih besar dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Random effect*. Berikut disajikan hasil uji Hausman yang telah dilakukan.

Tabel 6
Hasil Uji Hausman

<i>Test Summary</i>	Probabilitas
<i>Cross-section random</i>	0,1636

Sumber: Lampiran 33, halaman 148

Berdasarkan hasil uji Hausman pada tabel 6 dapat diketahui bahwa nilai Probabilitas *Cross-section random* sebesar 0,1636 dimana nilai tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan pada penelitian ini model *Random Effect* lebih tepat dibandingkan dengan model *Fixed Effect*. Hal ini berarti hipotesis nol (H_0) diterima.

3) Uji *Lagrange Multiplier*

Uji *Lagrange Multiplier* digunakan untuk menentukan apakah model *random effect* atau model *common effect* yang lebih baik digunakan. Uji ini dilakukan jika pada uji Hausman model yang terpilih adalah *random effect*. Hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$H_0 : \text{Common Effect Model}$$

$$H_a : \text{Random Effect Model}$$

Uji ini didasarkan pada distribusi *Chi Square* dengan *degree of freedom* sebesar jumlah variabel independen. Jika nilai *Lagrange Multiplier* statistik lebih besar dari nilai kritis statistik *Chi Square* maka H_0 ditolak, sehingga *Random Effect Model* adalah model yang terbaik. Sebaliknya jika nilai *Lagrange Multiplier* statistik lebih kecil dari nilai

kritis statistik *Chi Square* maka H_0 diterima, sehingga model yang terbaik adalah *Common Effect Model*. Berikut disajikan hasil uji *Lagrange Multiplier* yang telah dilakukan.

Tabel 7
Hasil Uji *Lagrange Multiplier*

<i>Test Summary</i>	Probabilitas
<i>Cross-section Breusch-Pagan</i>	0,0006

Sumber : Lampiran 34, halaman 149

Berdasarkan hasil uji *Lagrange Multiplier* diketahui bahwa nilai *Lagrange Multiplier* sebesar 0,0006 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan pada penelitian ini model *Common Effect* lebih diterima dari pada model *Random Effect*. Hal ini berarti hipotesis nol (H_0) diterima.

Berdasarkan uji spesifikasi model yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa model yang terpilih dalam penelitian ini adalah *Common Effect Model*. Akan tetapi sebelum melakukan interpretasi hasil, maka peneliti perlu melakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu agar hasil estimasi yang dihasilkan konsisten dan tidak bias.

b. Uji Asumsi Klasik

1) Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan dengan maksud untuk mengetahui apakah variabel dependen dan independen atau keduanya berdistribusi normal, mendekati normal, atau tidak. Model regresi yang baik

hendaknya berdistribusi normal atau mendekati normal. Uji statistik yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik *Jarque Bera*. Uji *Jarque Bera* didasarkan pada kenyataan bahwa nilai *skewness* dan kurtosis dari distribusi normal sama dengan nol. Oleh karena itu, nilai absolut dari parameter ini bisa menjadi ukuran penyimpangan distribusi dari normal. Uji ini membandingkan nilai *Jarque Bera* dengan nilai *chi-square tabel* pada derajat kebebasan 2. Hipotesisnya adalah :

H_0 : Data residual berdistribusi normal

H_a : Data residual tidak berdistribusi normal

Apabila nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih kecil dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak atau data tidak berdistribusi normal, sedangkan apabila nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih besar dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima atau data berdistribusi normal (Gujarati, 2006).

Tabel 8
Hasil Uji *Jarque Bera*

<i>Test Summary</i>	Probabilitas
<i>Jarque-Bera</i>	0,119788

Sumber: Lampiran 38, halaman 153

Berdasarkan hasil uji *Jarque Bera* pada tabel 8 dapat diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar 0,119788 dimana nilai tersebut lebih besar 0,05 sehingga dapat disimpulkan data pada penelitian ini berdistribusi normal. Hal ini berarti hipotesis nol (H_0) diterima.

2) Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah residual dari model yang terbentuk memiliki varians yang konstan atau tidak. Suatu model yang baik adalah model yang memiliki varians dari setiap gangguan atau residualnya konstan. Jika varians dari residual dan satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Jika varians berbeda disebut heteroskedastisitas.

Adanya sifat heteroskedastisitas ini dapat membuat penaksiran dalam model bersifat tidak efisien. Umumnya masalah heteroskedastisitas cenderung terjadi pada data *cross section* dibandingkan dengan data *time series* (Gujarati, 2003).

H_0 : Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas

H_a : Terdapat masalah heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini menggunakan uji Glejser untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. Apabila nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak atau terjadi masalah heteroskedastisitas, sedangkan apabila nilai probabilitas lebih besar dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima atau tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Tabel 9
Hasil Uji Glejser

Variable	Pob.	Keterangan
MTB	0,8623	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas
PROF	0,9273	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas
SIZE	0,3279	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas
TANG	0,5415	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas
GROWTH	0,6427	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas

Sumber: Lampiran 39, halaman 154

Berdasarkan hasil uji Glejser pada tabel 9 dapat diketahui bahwa nilai probabilitas seluruh variabel lebih besar dari tingkat signifikansi (0,05) yang digunakan, sehingga dapat disimpulkan data pada penelitian ini tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Hal ini berarti hipotesis nol (H_0) diterima.

3) Uji Autokorelasi

Autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (untuk data *times series*) atau ruang (data *cross-section*). Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode waktu atau ruang dengan kesalahan pengganggu pada waktu atau ruang sebelumnya. Model regresi linier yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksi adanya masalah ini, ada atau tidaknya

masalah autokorelasi ditunjukkan oleh nilai *Durbin-Watson (DW test)*.

Kriteria dari uji DW dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 10
Hasil Uji Durbin-Watson

<i>Durbin-Watson</i>	Kesimpulan
1,782139	Tidak terjadi autokorelasi

Sumber: Lampiran 41, halaman 156

Berdasarkan hasil uji *Durbin-Watson* pada tabel 10 dapat diketahui bahwa nilai DW sebesar 1,782139. Nilai akan dibandingkan dengan nilai tabel *Durbin-Watson d Statistic: Significance Point For dl and du AT 0,5 Level of Significance* dengan menggunakan nilai signifikansi 5% jumlah sampel (n) 60 dan jumlah variabel 5 (k=5), maka dari tabel *Durbin-Watson* akan diperoleh nilai batas bawah (dl) yaitu 1,4083 dan nilai batas atas (du) adalah 1,7671 (Lampiran 40, halaman 155). Nilai DW berada pada kriteria $du < d < 4-du$ maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada masalah autokorelasi di dalam model penelitian ini.

c. Analisis Data Panel

Berdasarkan uji spesifikasi model yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa model yang terpilih dalam penelitian ini adalah *Common Effect Model*. Kemudian model juga telah lolos uji asumsi klasik. Berikut disajikan tabel hasil estimasi data panel dengan *Common Effect Model (CEM)* yang sudah lolos uji asumsi klasik :

Tabel 11
Hasil Estimasi *Common Effect Model*

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

Sumber: Lampiran 35, halaman 150

Hipotesis pertama mengenai pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan model penelitian dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$Lev_t = \alpha + \beta_1 M/B_{it} + \beta_2 Prof_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 G_{it} + \varepsilon_t$$

$$Lev_t = \alpha - 0,746803M/B_{it} - 2,172145Prof_{it} + 0,155228Size_{it} + 0,145823Tang_{it} + 0,001840G_{it} + \varepsilon_t$$

Meskipun model di atas sudah lolos uji asumsi klasik, akan tetapi peneliti masih perlu melakukan uji signifikansi terlebih dahulu sebelum melakukan interpretasi hasil. Uji signifikansi merupakan prosedur yang digunakan untuk menguji kesalahan atau kebenaran dari hipotesis.

d. Uji Signifikansi

1) Uji Parsial (Uji t)

Uji parsial pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Kriteria pengujiannya adalah :

Ho : Apabila $p\text{-value} > 0,05$, maka Ho diterima dan Ha ditolak.

Ha : Apabila $p\text{-value} < 0,05$, maka Ho ditolak dan Ha Diterima.

Hasil pengujian adalah sebagai berikut :

$H_{0_1}: \beta_1 \geq 0$; *market to book ratio* tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *market leverage*.

$H_{a_1}: \beta_1 < 0$; *market to book ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *market leverage*.

Berdasarkan hasil estimasi pada tabel 11 diperoleh nilai koefisien regresi sebesar -0,746803. Variabel *market to book ratio* mempunyai t hitung sebesar -6,400756 dengan probabilitas sebesar 0,0000. Nilai signifikansi yang ditunjukkan lebih kecil dari tingkat signifikansi (0,05) yang digunakan. Hal tersebut menunjukkan bahwa H_{0_1} ditolak dan H_{a_1} diterima. Oleh karena itu dapat di simpulkan bahwa *market to book ratio* yang merupakan proksi dari *equity market timing* memiliki

pengaruh negatif yang signifikan terhadap *market leverage* yang merupakan proksi dari struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014.

Variabel kontrol dalam model penelitian ini yaitu profitabilitas, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *market leverage* yang merupakan proksi dari struktur modal. Profitabilitas memiliki pengaruh negatif sedangkan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif. *Tangibility* dan *growth* tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada penelitian ini.

2) Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil estimasi pada tabel 11 diketahui bahwa nilai Probabilitas F-statistik sebesar 0,000000. Nilai signifikansi yang ditunjukkan lebih kecil dari tingkat signifikansi (0,005) yang digunakan, sehingga dapat disimpulkan bahwa secara simultan variabel bebas dan variabel kontrol mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Variabel *market to book ratio*, profitabilitas, *size*, *tangibility*, dan *growth* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *market leverage*.

3) Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi (*Adjusted R²*) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai (*Adjusted R²*) yang kecil berarti kemampuan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel independen.

Berdasarkan hasil tabel 11 uji *Adjusted R²* selama periode penelitian nilai *adjusted R square* sebesar 0,536936 yang berarti bahwa sebesar 53,69% variabel *market leverage* dapat dijelaskan oleh variabel bebas dan variabel kontrol yaitu *market to book ratio*, profitabilitas, *size*, *tangibility*, dan *growth*, sedangkan sisanya 46,31% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

2. Pengujian Model Kedua

Langkah selanjutnya yang dilakukan dalam penelitian ini adalah melakukan pengujian pada model kedua. Pertama dengan melakukan uji spesifikasi untuk memperoleh estimasi model yang paling tepat digunakan dalam penelitian. Setelah pemilihan model, langkah selanjutnya adalah melakukan uji asumsi klasik dan uji signifikansi untuk menguji hipotesis penelitian.

a. Uji Spesifikasi Model

Uji Spesifikasi Model merupakan uji yang dilakukan untuk menentukan model yang tepat diantara model *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Dalam menentukan model mana yang akan digunakan, maka pengujian yang dilakukan adalah :

1) Uji Chow

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

$$H_0 : \text{Common Effect Model}$$

$$H_a : \text{Fixed Effect Model}$$

Menurut Gujarati & Poter (2012) apabila hasil uji spesifikasi ini menunjukkan probabilitas *Chi-square* lebih kecil dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Fixed effect*, dan jika probabilitas *Chi-square* lebih besar dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Common effect*. Berikut disajikan hasil estimasi uji Chow yang telah dilakukan.

Tabel 12
Hasil Uji Chow

<i>Effect Test</i>	Probabilitas
<i>Cross-section Chi-square</i>	0.0000

Sumber: Lampiran 42, halaman 157

Berdasarkan hasil uji Chow pada tabel 12 dapat diketahui bahwa nilai Probabilitas *Chi-square* sebesar 0,0000 dimana nilai tersebut

lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan pada penelitian ini model *Fixed Effect* lebih tepat dibandingkan dengan model *Common Effect*. Hal ini berarti hipotesis alternatif (H_a) diterima.

2) Uji Hausman

Uji ini bertujuan untuk mengetahui model yang sebaiknya dipakai, yaitu *fixed effect model (FEM)* atau *random effect model (REM)*. Dalam FEM setiap obyek memiliki intersep yang berbeda-beda, akan tetapi intersep masing-masing obyek tidak berubah seiring waktu. Hal ini disebut dengan *time-invariant*. Sedangkan dalam REM, intersep (bersama) mewakili nilai rata-rata dari semua intersep (*cross section*) dan komponen ε_1 mewakili deviasi (acak) dari intersep individual terhadap nilai rata-rata tersebut (Gujarati, 2013). Hipotesis dalam uji Hausman sebagai berikut :

$$H_0 : \text{Random Effect Model}$$

$$H_a : \text{Fixed Effect Model}$$

Apabila hasil uji Hausman menghasilkan probabilitas *Cross-section random* lebih kecil dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Fixed effect*, dan jika probabilitas *Cross-section random* lebih besar dari 0,05 maka model yang lebih baik adalah *Random effect*. Berikut disajikan hasil uji Hausman yang telah dilakukan.

Tabel 13
Hasil Uji Hausman

<i>Test Summary</i>	Probabilitas
<i>Cross-section random</i>	0.0002

Sumber: Lampiran 43, halaman 158

Berdasarkan hasil uji Hausman pada tabel 13 dapat diketahui bahwa nilai Probabilitas *Cross-section random* sebesar 0,0002 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan pada penelitian ini model *Fixed Effect* lebih tepat dibandingkan dengan *Random Effect* model. Hal ini berarti hipotesis alternatif (H_a) diterima. Oleh karena itu tidak perlu lagi dilakukan uji *Lagrange Multiplier*.

Berdasarkan uji spesifikasi model yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa model yang terpilih dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*. Akan tetapi sebelum melakukan interpretasi hasil, maka peneliti perlu melakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu agar hasil estimasi yang dihasilkan konsisten dan tidak bias.

b. Uji Asumsi Klasik

1) Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan dengan maksud untuk mengetahui apakah variabel dependen dan independen atau keduanya berdistribusi normal, mendekati normal, atau tidak. Model regresi yang baik hendaknya berdistribusi normal atau mendekati normal. Uji statistik

yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik *Jarque Bera*. Uji *Jarque Bera* didasarkan pada kenyataan bahwa nilai *skewness* dan kurtosis dari distribusi normal sama dengan nol. Oleh karena itu, nilai absolut dari parameter ini bisa menjadi ukuran penyimpangan distribusi dari normal. Uji ini membandingkan nilai *Jarque Bera* dengan nilai *chi-square tabel* pada derajat kebebasan 2. Hipotesisnya adalah :

H_0 : Data residual berdistribusi normal

H_a : Data residual tidak berdistribusi normal

Apabila nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih kecil dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak atau data tidak berdistribusi normal, sedangkan apabila nilai probabilitas *Jarque Bera* lebih besar dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima atau data berdistribusi normal (Gujarati, 2006).

Tabel 14
Hasil Uji *Jarque Bera*

<i>Test Summary</i>	Probabilitas
<i>Jarque-Bera</i>	0,176304

Sumber: Lampiran 47, halaman 162

Berdasarkan hasil uji *jarque bera* pada tabel 14 dapat diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar 0,176304 dimana nilai tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan data pada penelitian ini berdistribusi normal. Hal ini berarti hipotesis nol (H_0) diterima.

2) Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah residual dari model yang terbentuk memiliki varians yang konstan atau tidak. Suatu model yang baik adalah model yang memiliki varians dari setiap gangguan atau residualnya konstan. Jika varians dari residual dan satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Jika varians berbeda disebut heteroskedastisitas.

Adanya sifat heteroskedastisitas ini dapat membuat penaksiran dalam model bersifat tidak efisien. Umumnya masalah heteroskedastisitas cenderung terjadi pada data *cross section* dibandingkan dengan data *time series* (Gujarati, 2003).

H_0 : Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas

H_a : Terdapat masalah heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini menggunakan uji Glejser untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. Apabila nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 ditolak atau terjadi masalah heteroskedastisitas, sedangkan apabila nilai probabilitas lebih besar dari nilai signifikansi yang ditentukan ($\alpha = 0,05$) maka H_0 diterima atau tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Tabel 15
Hasil Uji Glejser

Variable	Pob.	Keterangan
EFWA	0,8513	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas
PROF	0,6902	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas
SIZE	0,6721	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas
TANG	0,4809	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas
GROWTH	0,8883	Tidak terdapat masalah heteroskedastisitas

Sumber: Lampiran 48, halaman 163

Berdasarkan hasil uji Glejser pada tabel 15 dapat diketahui bahwa nilai probabilitas seluruh variabel lebih besar dari tingkat signifikansi (0,05) yang digunakan, sehingga dapat disimpulkan data pada penelitian ini tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Hal ini berarti hipotesis nol (H_0) diterima.

3) Uji Autokorelasi

Autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (untuk data *times series*) atau ruang (data *cross-section*). Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode waktu atau ruang dengan kesalahan pengganggu pada waktu atau ruang sebelumnya. Model regresi linier yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksi adanya masalah ini, ada atau tidaknya

masalah autokorelasi ditunjukkan oleh nilai *Durbin-Watson (DW test)*.

Kriteria dari uji DW dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 16
Hasil Uji *Durbin-Watson*

<i>Durbin-Watson</i>	Keterangan
1,858914	Tidak terjadi autokorelasi

Sumber: Lampiran 49, halaman 164

Berdasarkan hasil uji *Durbin-Watson* pada tabel 16 dapat diketahui bahwa nilai DW sebesar 1,858914. Nilai akan dibandingkan dengan nilai tabel *Durbin-Watson d Statistic: Significance Point For dl and du AT 0,5 Level of Significance* dengan menggunakan nilai signifikansi 5% jumlah sampel (n) 60 dan jumlah variabel 5 (k=5), maka dari tabel *Durbin-Watson* akan diperoleh nilai batas bawah (dl) yaitu 1,4083 dan nilai batas atas (du) adalah 1,7671 (Lampiran 40, halaman 155). Nilai DW berada pada kriteria $du < d < 4-du$ maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada masalah autokorelasi di dalam model penelitian ini.

c. Analisis Data Panel

Berdasarkan uji spesifikasi model yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa model yang terpilih dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*. Kemudian model juga telah lolos uji asumsi klasik. Berikut disajikan tabel hasil estimasi data panel dengan *Fixed Effect Model (FEM)* yang sudah lolos uji asumsi klasik.

Tabel 17
Hasil Estimasi *Fixed Effect Model*

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob
EFWA	-2,465944	-2,639782	0,0118
PROF	-0,316519	-0,413007	0,0268
SIZE	0,186613	0,737020	0,4654
TANG	0,087054	0,306099	0,7611
GROWTH	0,003039	2,009766	0,0512
<i>Adjusted R-squared</i>		0,781328	
<i>Prob(F-statistic)</i>		0,000000	

Sumber: Lampiran 45, halaman 160

Hipotesis kedua mengenai persistensi *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan model penelitian dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$Lev_{it} = \alpha + \beta_1 M/B_{efwa,t-1} + \beta_2 Prof_{t-1} + \beta_3 Size_{t-1} + \beta_4 Tang_{t-1} + \beta_4 G_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

$$Lev_{it} = \alpha - 2,465944M/B_{efwa,t-1} - 0,316519Prof_{t-1} + 0,186613Size_{t-1} + 0,087054Tang_{t-1} + 0,003039G_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

Meskipun model di atas sudah lolos uji asumsi klasik, akan tetapi peneliti masih perlu melakukan uji signifikansi terlebih dahulu sebelum melakukan interpretasi hasil. Uji signifikansi merupakan prosedur yang digunakan untuk menguji kesalahan atau kebenaran dari hipotesis.

d. Uji Signifikansi

1) Uji Parsial (Uji t)

Uji parsial pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Kriteria pengujiannya adalah :

Ho : Apabila $p\text{-value} > 0,05$, maka Ho diterima dan Ha ditolak.

Ha : Apabila $p\text{-value} < 0,05$, maka Ho ditolak dan Ha Diterima.

Tabel 18
Hasil Uji t

Periode	<i>Coefficient</i>				
	EFWA	PROF	SIZE	TANG	GROWTH
IPO+1	-2,724764	-2,512191	0,185415	0,447964	0,004144
IPO+2	1,016529	-1,004737	0,130299	0,076503	0,001315
IPO+3	2,135515	-4,176339	0,248431	0,298222	0,003310
Periode	<i>t-Statistic</i>				
	EFWA	PROF	SIZE	TANG	GROWTH
IPO+1	-8,525421	-7,075465	4,978676	3,882748	0,827003
IPO+2	1,407213	-1,325240	1,565107	0,348496	0,000685
IPO+3	4,290308	-7,226716	4,211301	1,523128	2,633728
Periode	<i>Prob</i>				
	EFWA	PROF	SIZE	TANG	GROWTH
IPO+1	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0003*	0,1188
IPO+2	0,1654	0,0110*	0,1237	0,7289	0,0273*
IPO+3	0,2671	0,0000*	0,0001*	0,1339	0,0112*

Sumber : Lampiran 50-52, halaman 165-167

*Menunjukkan signifikansi pada taraf 5%

Hasil pengujian adalah sebagai berikut :

$H_{0_2}: \beta_1 \geq 0$; *external finance weighted average market to book ratio* tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *market leverage* selama periode penelitian.

$H_{a_2}: \beta_1 < 0$; *external finance weighted average market to book ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *market leverage* selama periode penelitian.

Berdasarkan tabel 18 hasil uji t diketahui pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana diperoleh nilai koefisien regresi sebesar -2,724764. Variabel *external finance weighted average market to book ratio* mempunyai t hitung sebesar -8,525421 dengan probabilitas sebesar 0,0000. Pada periode 2 tahun setelah melakukan penawaran perdana diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 1,016529. Variabel *external finance weighted average market to book ratio* mempunyai t hitung sebesar 0,407213 dengan probabilitas sebesar 0,1654. Pada periode 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 2,135515. Variabel *external finance weighted average market to book ratio* mempunyai t hitung sebesar 1,290308 dengan probabilitas sebesar 0,2671.

Nilai signifikansi yang ditunjukkan pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana lebih kecil dari tingkat signifikansi (0,05) yang digunakan. Namun nilai signifikansi yang ditunjukkan pada

periode 2 tahun setelah melakukan penawaran perdana hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana lebih besar dari tingkat signifikansi (0,05) yang digunakan. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa *equity market timing* yang diproksikan dengan *external finance weighted average market to book ratio* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *market leverage* yang merupakan proksi dari struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014 pada periode 1 tahun setelah penawaran perdana.

Namun, *equity market timing* yang diproksikan dengan *external finance weighted average market to book ratio* tidak memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *market leverage* yang merupakan proksi dari struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014 pada periode 2 tahun hingga 3 tahun setelah penawaran perdana sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat persistensi *equity market timing* pada penelitian ini. Oleh karena itu H_{a2} ditolak dan H_{o2} diterima.

Variabel kontrol dalam model penelitian ini yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, *tangibility*, dan *growth* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *market leverage* yang merupakan proksi dari struktur modal pada beberapa periode penelitian. Profitabilitas memiliki pengaruh negatif pada periode 1 tahun hingga 3 tahun setelah penawaran perdana. Size memiliki pengaruh positif pada periode 1

tahun dan 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana, *tangibility* memiliki pengaruh positif pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana, dan *growth* memiliki pengaruh positif pada periode 2 tahun dan 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana.

2) Uji signifikansi simultan (Uji Statistik F)

Uji F digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Tabel 19
Hasil Uji F

Periode	<i>Prob(F-statistic)</i>
IPO+1	0,000000
IPO+2	0,007851
IPO+3	0,010897

Sumber : Lampiran 50-52, halaman 165-167

Berdasarkan tabel 19 hasil uji-F, diketahui bahwa selama periode penelitian nilai probabilitas lebih kecil dari taraf signifikansi 5% atau lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa secara simultan variabel bebas dan variabel kontrol mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Variabel *external finance weighted average market to book ratio*, profitabilitas, *size*, *tangibility*, dan *growth* secara bersama-sama berpengaruh terhadap *market leverage*.

3) Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi (*Adjusted R²*) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai (*Adjusted R²*) yang kecil berarti kemampuan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel independen.

Tabel 20
Hasil Uji *Adjusted R²*

Periode	<i>Adjusted R-Squared</i>
IPO+1	0,675670
IPO+2	0,226615
IPO+3	0,244864

Sumber : Lampiran 50-52, halaman 165-167

Berdasarkan hasil tabel 20 uji *Adjusted R²* selama periode penelitian nilai *adjusted R square* tertinggi terjadi pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana sebesar 0,675670 yang berarti bahwa sebesar 67,57% variabel *market leverage* dapat dijelaskan oleh variabel bebas dan variabel kontrol yaitu *external finance weighted average market to book ratio*, profitabilitas, *size*, *tangibility*, dan *growth*, sedangkan sisanya 32,43% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

D. Pembahasan Hipotesis

1. Pengaruh *Equity Market Timing* terhadap Struktur Modal

Hasil analisis statistik menunjukkan bahwa variabel *equity market timing* yang diproksikan dengan *market to book ratio* mempunyai koefisien regresi sebesar -0,746803 dengan probabilitas sebesar 0,0000. Hasil ini menunjukkan bahwa *equity market timing* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap stuktur modal perusahaan yang diproksikan dengan *market leverage*. Hasil ini sesuai dengan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *equity market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal tersebut terjadi karena perusahaan akan cenderung memilih pendanaan yang berasal dari ekuitas ketika *market to book ratio* mereka tinggi untuk memanfaatkan fluktuasi temporer dari *cost of equity* dan *market to book ratio* yang tinggi tersebut dipersepsikan harga saham akan tinggi dari sisi perusahaan.

Hal tersebut sesuai dengan hipotesis dari *market timing theory* yang dikemukakan oleh Baker dan Wurgler (2002) yang menyebutkan bahwa *market to book ratio* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal yang diproksikan dengan *market leverage*. Menurut Baker dan Wurgler (2002), tingginya nilai *market to book* mengindikasikan bahwa saat itu merupakan waktu yang tepat untuk melakukan penerbitan ekuitas (dalam hal ini melalui penawaran perdana), sehingga perusahaan akan cenderung mengurangi pendanaan yang berasal dari *leverage*.

Profitabilitas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian. Hasil ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi, lebih cenderung akan menggunakan pendanaan yang berasal dari internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Dengan demikian ketika tingkat profitabilitas perusahaan tinggi, maka tingkat *leverage* perusahaan akan menurun, hal tersebut terjadi karena perusahaan yang *berprofit* tinggi akan cenderung memiliki dana internal yang juga tinggi untuk membiayai kegiatan perusahaan

Size memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian. Hasil ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang menggambarkan kemampuan suatu perusahaan yang sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga perusahaan dapat memanfaatkan kapasitas hutangnya yang tinggi dan mempengaruhi perubahan *leverage*.

Asset tangibility memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan selama periode penelitian. Hasil ini tidak sesuai dengan teori yang menyebutkan bahwa *asset tangibility* dari pihak peminjam merupakan salah satu faktor yang diperhatikan oleh pemberi pinjaman yang dapat digunakan sebagai jaminan apabila pihak peminjam default sehingga dapat mengurangi *agency cost*, menurut Haris dan Raviv (1990) dalam Givari (2007).

Growth opportunity memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian. Hal ini tidak sesuai

dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang dibanding dengan perusahaan dengan pertumbuhan lebih lambat.

2. Persistensi *Equity Market Timing* terhadap Struktur Modal

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa persistensi *equity market timing* yang diproksikan dengan *external finance weighted average market to book ratio* (EFWMB) memiliki nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditetapkan hanya pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana. Pada periode 2 tahun hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana nilai signifikansi EFWMB lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan. Hal tersebut menunjukkan bahwa EFWMB berpengaruh negatif terhadap *market leverage* pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana dan tidak memiliki pengaruh negatif pada periode 2 tahun hingga 3 tahun setelah penawaran perdana.

Persistensi *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan hanya terlihat pada periode satu tahun setelah melakukan penawaran perdana. Hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien regresi *external finance weighted average market to book ratio* yang merupakan proksi dari persistensi *equity market timing* pada tahun pertama setelah melakukan penawaran perdana bernilai negatif 2,724764. Pada tahun kedua dan ketiga setelah melakukan penawaran perdana nilai koefisien regresi bernilai positif 1,016529 dan 2,135515. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat persistensi

equity market timing terhadap struktur modal perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa hipotesis kedua ditolak.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati (2015) dimana *equity market timing* yang diproksikan dengan EFWAMB memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal hanya pada satu tahun setelah melakukan penawaran perdana. Hal ini berarti pada saat satu tahun setelah melakukan penawaran perdana struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di tahun 2010-2014 yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sesuai dengan *equity market timing* dimana menunjukkan bahwa struktur modal merupakan hasil kumulatif dari upaya-upaya yang lalu untuk menyesuaikan pasar.

Profitabilitas berpengaruh negatif yang signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa semakin tinggi rasio ini berarti semakin efektif dan efisien pengelolaan seluruh aktiva yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan laba sebelum bunga dan pajak, dengan demikian semakin kecil penggunaan utang untuk membiayai kebutuhan pendanaan.

Size memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian kecuali pada periode 2 tahun setelah melakukan penawaran perdana. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi *leverage* yang dimiliki perusahaan, dan sebaliknya semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin rendah pula *leverage* yang dimiliki perusahaan.

Asset tangibility tidak memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian kecuali pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa perusahaan yang memiliki rasio *asset tangibility* yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang besar untuk memberikan jaminan pada kreditur, sehingga *leverage* perusahaan akan semakin tinggi.

Growth opportunity memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *market leverage* selama periode penelitian kecuali pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang dibanding dengan perusahaan dengan pertumbuhan lebih lambat.

Presistensi *equity market timing* yang terlihat pada 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana dan berbalik arah pada 2 tahun setelah melakukan penawaran perdana menunjukkan bahwa penelitian ini memiliki kecenderungan pada *behavioral finance* seperti pandangan Baker dan Wugler dimana terdapat perilaku manajer yang tidak rasional dalam praktik *equity market timing*. Menurut Baker dan Wugler (2013) perilaku manajer yang tidak rasional merupakan perilaku yang berawal dari harapan rasional manajer untuk memaksimalkan nilai perusahaan, dimana manajer percaya keputusan yang diambil dapat memaksimalkan nilai perusahaan namun sebenarnya keputusan tersebut menyimpang dari apa yang diharapkan. Manajer yang

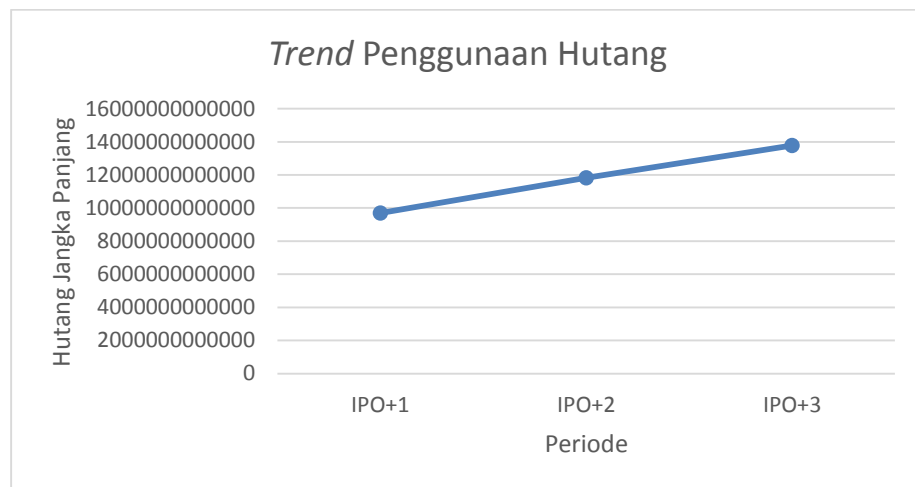
rasional diasumsikan merasakan *mispricing*, dan membuat keputusan yang dapat mendorong atau merespons *mispricing*. Fenomena psikologis tersebut mengakibatkan harga saham tidak mencerminkan harga (nilai) wajarnya. Investor berpendapat bahwa pasar modal Indonesia berada dalam kondisi yang tidak efisien, sehingga manajer dapat memilih waktu yang tepat untuk menerbitkan sahamnya yaitu pada saat harga cukup tinggi di atas nilai wajarnya alhasil nilai pasar tidak mencerminkan ketersediaan informasi.

Pada penelitian ini terlihat perusahaan menyadari bahwa terdapat kesalahan dalam memprediksi pasar sehingga pada 2 tahun setelah melakukan penawaran perdana perusahaan manufaktur tersebut lebih memilih untuk menggunakan hutang daripada menerbitkan ekuitas dalam struktur modalnya. Hal tersebut dapat dilihat dari *growth* yang memiliki pengaruh positif yang signifikan pada periode 2 tahun dan 3 tahun setelah penawaran perdana. *Growth* yang memiliki pengaruh positif yang signifikan mengindikasikan adanya tingkat pertumbuhan yang tinggi, sehingga mendorong perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai kebutuhan pendanaan.

Hal ini dibuktikan dengan penggunaan hutang perusahaan yang meningkat. Penggunaan hutang perusahaan manufaktur pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana adalah sebesar Rp9.699.259.491.289, periode 2 tahun setelah melakukan penawaran perdana sebesar Rp11.830.129.047.746, dan pada periode 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana sebesar Rp13.775.102.859.089. Berikut disajikan grafik

trend penggunaan hutang pada perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana pada tahun 2010-2014 :

Gambar 1
Grafik *Trend* Penggunaan Hutang Perusahaan



Sumber: Lampiran 53, halaman 168

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan dan apakah terdapat persistensi *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan metode analisis regresi data panel menunjukkan bahwa :

1. *Equity market timing* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien regresi *market to book ratio* yang merupakan proksi dari *equity market timing* bernilai negatif 0,746803 dengan probabilitas sebesar 0,0000. Hal tersebut menunjukkan bahwa hipotesis pertama diterima. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa *equity market timing* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014.
2. Persistensi *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan hanya terlihat pada periode satu tahun setelah melakukan penawaran perdana. Hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien regresi *external finance weighted average market to book ratio* yang merupakan proksi dari persistensi *equity market timing* pada tahun pertama setelah melakukan penawaran perdana bernilai negatif 2,724764. Pada tahun kedua dan ketiga setelah melakukan penawaran perdana nilai koefisien regresi bernilai positif 1,016529 dan 2,135515. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan hanya

terlihat pada periode 1 tahun setelah melakukan penawaran perdana. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat persitensi *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran perdana di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014. Hal tersebut menunjukkan bahwa hipotesis kedua ditolak.

B. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih mempunyai beberapa keterbatasan diantaranya sebagai berikut :

1. Penelitian ini terbatas pada kasus penawaran perdana yang dilakukan perusahaan untuk melihat penerapan *equity market timing* dalam penentuan struktur modal.
2. Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel kontrol yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, *tangibility*, dan *growth*.
3. Penelitian ini hanya menggunakan rentang waktu hingga 3 tahun setelah melakukan penawaran perdana dalam melihat fluktuasi pemilihan proporsi pendanaan dalam struktur modal.
4. Penelitian ini terbatas pada perusahaan sektor manufaktur, sehingga kesimpulan yang diperoleh tidak dapat digeneralisasikan pada semua sektor perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

C. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan pada penelitian ini, maka dapat disimpulkan beberapa saran sebagai berikut :

1. Bagi Perusahaan Manufaktur

Manajemen dapat mempertimbangkan melakukan praktik *equity market timing* dalam penentuan struktur modal perusahaan.

2. Bagi Penelitian Selanjutnya

- a. Penelitian selanjutnya sebaiknya melakukan penelitian pada kasus selain penawaran perdana perusahaan seperti saat *stock repurchase* atau *right issue*.
- b. Penelitian selanjutnya sebaiknya menambahkan variabel kontrol lain yang kemungkinan memengaruhi struktur modal misalnya *business risk* dan *cost of capital* serta menambahkan *legged leverage* dalam variabel kontrol.
- c. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperbanyak jumlah sampel sehingga dapat mewakili keseluruhan jumlah populasi dan memperpanjang rentang waktu penelitian, misalnya 5 -10 tahun atau lebih, untuk lebih dapat melihat tingkat fluktuasi penerbitan saham atau pemilihan proporsi pendanaan dalam struktur modal perusahaan di Indoneisa, dengan menambah waktu penelitian maka dapat lebih terlihat pemilihan proporsi pendanaannya.
- d. Penelitian selanjutnya diharapkan menganalisis *equity market timing* pada perusahaan di sektor-sektor yang lain. Hal ini dimaksudkan agar dapat

diperoleh gambaran yang detail dan dapat dibandingkan mengenai praktik *equity market timing* di berbagai sektor perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Ariefianto, M.D. (2012). *Ekonometrika: Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan Eviews*. Jakarta: Erlangga.
- Asquith, P., & Mullins. (1986). *Equity Issues and Offering Dilution*. *Journal of Financing Economics*, 15, 61-89.
- Baker, M., & Wurger, J. (2002). *Market Timing dan Capital Structure*. *Journal of Finance*, 57, 1-32.
- Baker, M., & Wurger, J. (2013). *Behavioral Corporate Finance : An Updated Survey*. *Handbook of The Economics of Finance*. Elsevier B.V.
- Brendea, G. (2012). *Testing The Impact of Market Timing on The Romanian Firms Capital Structure*. *Procedia Economics and Finance*, 3, 138-143.
- Brigham, E. F., & Houston, J.F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi Kesebelas Buku Kedua*. Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, L., & Jiang, G. (2001). *The Determinant of Dutch Capital Structure Choice*. *Research Report University of Groningen*. Research Institute SOM.
- Chen, L., & Zhao, X. (2004). *Understanding the Roles of the Market-to-Book Ratio and Profitability in Corporate Financing Decisions*. *Working Paper*.
- Claessens, S. (2000). *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation*. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Fachrudin, A.K. (2001). *Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost terhadap Kinerja Perusahaan*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13, 1, 37-46.
- Fahima, N., Soeharto, S.M., & Sulistyowati, C. (2016). *Equity Market Timing dan Struktur Modal*. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, 2, 73-79.
- Fakhrudin, H.M. (2006). *Pasar Modal di Indonesia Edisi 2*. Jakarta: Prenada Media.
- Gujarati, D.N. (2003). *Basic Econometrics*. 4th ed. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Gujarati, D.N. (2006). *Dasar-dasar Ekonometrika Edisi ketiga Jilid 1*. Jakarta: Erlangga.

- Gujarati, D.N., & Poter, D.C. (2012). *Dasar-dasar Ekonometrika Edisi 5 Buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Gumanti, T.A. (2005). *Value Relevance of Accounting Information and The Pricing of Indonesian Initial Public Offering*. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 8, 3, 250-265.
- Givari, A. A. (2007). *Analisis Hubungan Antara Market Timing Dengan Struktur Modal (Studi Kasus pada 30 Perusahaan di Indonesia)*. Skripsi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Harnanto. (1991). *Analisa Laporan Keuangan Edisi 4*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Hartono, J. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 2*. Yogyakarta: BPFE.
- Hartono, J., & Ali, S. (2002). *Analisis Pengaruh Pemilikan Metode Akuntansi terhadap Pemasukan Penawaran Perdana*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 17.
- Hildanengsih, S. (2004). *Pengaruh Market Timing terhadap Struktur Modal*. Tesis, Program Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Jogiyanto. (2008). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Kartini, & Arianto, T. (2008). *Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12, 1, Program Studi Keuangan dan Perbankan, Universitas Merdeka Malang.
- Litner, J. (1998). *The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risk Investment in Stock Portfolios and Capital Budgeting*. *Review of Economics and Statistik*.
- Mai, M.U. (2006). *Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Stuktur Modal Pada Perusahaan-perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta*. Ekonomika. Politknik Negeri Bandung.
- Mahajan, A., & Tartaroglu, S. (2008). *Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidance*. *Journal of Banking and Finance*, 32, 754-766.
- Mardiyanto, H. (2009). *Intisari Manajemen Keuangan*. Jakarta: Grasindo.
- Meutia, T. (2016). *Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Properti di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Manajemen Keuangan*, 5, 2.

- Miswanto. (2013). *Market Timing dan Pengaruhnya terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia yang IPO tahun 2000-2008*. *Jurnal Siasat Bisnis*, 17, 1, 69-79.
- Miswanto. (2015). *Market Timing Ekuitas dan Pengaruhnya terhadap Struktur Modal Perusahaan di Indonesia*. Disertasi Doktor, tidak diterbitkan, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Mitton. (2002). *A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Financial Crisis*. *The Journal of Financial Economics*, 64, 215-241.
- Putra, E.K. (2016). *Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap Pembentukan Initial Return (studi pada perusahaan yang melakukan initial public offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015*". *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 21, 2.
- Petronila, T.A, & Mukhlisin. (2013). *Pengaruh Profitabilitas Perusahaan terhadap Ketepatan Waktu Pelaporan Keuangan dengan Opini Audit 76 sebagai Moderating Variabel*. *Jurnal Ekonomika dan Bisnis*, 17-26.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence for International Data*. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Ricciardi, V & Simon, H.K. (2000). *What is Behaviour in Finance?*. *Business, Education, and Technology Journal*. 1-9.
- Riyanto, B. (2010). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan Edisi 4*. Yogyakarta: BPF.
- Russel, P.S. & Hung, K. (2008). *Does Market Timing Affect Capital Structure?: Evidence for Chinese Firms*. *Working Paper*.
- Sartono, A. (2011). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPF.
- Sarwono, J. (2006). *Metode Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Septia, A.W. (2015). *Pengaruh Profitabilitas, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Yogyakarta, Yogyakarta.
- Setyawan, I.R. (2011). *An Empirical Study on Market Timing Theory of Capital Structure*. *Internasional Research Journal of Business Studies*, 4, 2.

- Shah, P. (2013). *Behavior Corporate Finance: A New Paradigm Shift to Understand Corporate Decisions*. *Global Research Analysis*, 2, 1.
- Sudrajad, S.W.M. (1988). *Mengenal Ekonometrika Pemula*. Bandung: CV Armico.
- Sugiono. (2005). *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- Sulistyowati, C. (2015). *Equity Market Timing dan Struktur Modal pada Perusahaan Keluarga di Indonesia*. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia*, 2, 2, 186-197.
- Thaler, R. (1999). *Advances in Behavioral Finance*. New York: Russel Sage Foundation.
- Wijayanti, A. (2018). *Pengaruh Market Timing terhadap Struktur Modal Perusahaan yang Melakukan Penawaran Saham Perdana (IPO) yang Tercatat di Daftar Efek Syariah Periode 2011-2016*. Skripsi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta.
- Yuliatwati, Tia. (2016). *Pengaruh Nilai Perusahaan yang Diukur dengan Market To Book Ratio terhadap Struktur Modal Perusahaan (suatu pengujian market timing theory dalam kebijakan struktur modal perusahaan)*. *Jurnal Manajemen dan Bisnis, Universitas Islam Bandung, Bandung*.
- Yuniawati, Wulan. (2015). *Market Timing Theory dalam Penentuan Struktur Modal: Studi Kasus pada Perusahaan IPO*. Skripsi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Padjadjaran, Bandung.

LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan Manufaktur yang Melakukan Penawaran Perdana di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1	Nippon Indosari Corporindo Tbk	ROTI
2	Indopoly Swakarsa Industry Tbk	IPOI
3	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
4	Martina Berto Tbk	MBTO
5	Alkindo Naratama Tbk	ALDO
6	Star Petrochem Tbk	STAR
7	Trisula Internasional Tbk	TRIS
8	Wismilak Inti Makmur Tbk	WIIM
9	Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk	ISSP
10	Sri Rejeki Isman Tbk	SRIL
11	Semen Baturaja Tbk	SMBR
12	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk	SIDO
13	Wijaya Karya Beton Tbk	WTON
14	Chitose Internasional Tbk	CINT
15	Impack Pratama Industri Tbk	IMPC

Lampiran 2. Data Variabel Penelitian

No	Firm	Periode	Lev	MTB	EFWA	Prof	Size	Tang	Growth
1	ROTI	IPO	0,5270	0,2223	0,0436	0,2370	11,7869	0,6086	11,9853
2	ROTI	IPO+1	0,6775	0,1853	0,0490	0,2041	11,9103	0,7194	10,9151
3	ROTI	IPO+2	0,8417	0,1519	0,0637	0,1658	12,0758	0,7419	8,4844
4	ROTI	IPO+3	0,9109	0,1286	0,0811	0,1157	12,1777	0,6448	32,6714
5	IPOL	IPO	0,6357	0,5878	0,1601	0,1068	12,2109	0,6021	6,1314
6	IPOL	IPO+1	0,6955	0,5606	0,1798	0,0283	12,2597	0,6644	17,4583
7	IPOL	IPO+2	0,1359	0,4723	0,0942	0,0324	12,3420	0,6862	10,1532
8	IPOL	IPO+3	0,8458	0,3490	0,1580	0,0415	12,4542	0,6825	62,7029
9	ICBP	IPO	0,8727	0,0623	0,0176	0,1885	13,2543	0,1725	6,6483
10	ICBP	IPO+1	0,8856	0,0544	0,0176	0,1803	13,2871	0,1701	7,5221
11	ICBP	IPO+2	0,9092	0,0487	0,0176	0,1703	13,3368	0,2171	10,6952
12	ICBP	IPO+3	0,9321	0,0440	0,0177	0,1395	13,3996	0,2278	13,3508
13	MBTO	IPO	0,5688	0,2671	0,0775	0,1004	11,8118	0,1244	10,2850
14	MBTO	IPO+1	0,6205	0,2462	0,0587	0,0977	11,8560	0,1330	10,1081
15	MBTO	IPO+2	0,5999	0,2371	0,0742	0,0376	11,8071	0,2201	20,5162
16	MBTO	IPO+3	0,6075	0,2358	0,0742	0,0092	11,8270	0,2405	73,2601
17	ALDO	IPO	0,6007	0,6717	0,1409	0,0750	11,8118	0,4439	31,3627
18	ALDO	IPO+1	0,6222	0,5832	0,1372	0,0889	11,8560	0,4082	29,2188
19	ALDO	IPO+2	0,7461	0,3932	0,1509	0,1114	11,8071	0,3512	28,3516

No	Firm	Periode	Lev	MTB	EFWA	Prof	Size	Tang	Growth
20	ALDO	IPO+3	0,7821	0,3450	0,1567	0,0790	11,6936	0,3124	36,7868
21	STAR	IPO	0,3242	0,9829	0,2620	0,0053	11,3431	0,4987	5,9259
22	STAR	IPO+1	0,3535	0,9811	0,2737	0,0061	11,3112	0,4556	2,7809
23	STAR	IPO+2	0,3510	0,9799	0,2726	0,0085	11,4380	0,4399	5,5500
24	STAR	IPO+3	0,3732	0,9792	0,2822	0,0086	11,3591	0,2819	12,5063
25	TRIS	IPO	0,5530	0,4123	0,0945	0,1710	11,7473	0,1946	8,6269
26	TRIS	IPO+1	0,6328	0,3313	0,0980	0,1432	11,8512	0,1979	12,3092
27	TRIS	IPO+2	0,6726	0,3372	0,1099	0,0910	11,8732	0,2240	15,3846
28	TRIS	IPO+3	0,6965	0,3095	0,1101	0,1018	11,9522	0,2198	11,7050
29	WIIM	IPO	0,7240	0,3200	0,0776	0,0875	12,0489	0,1283	12,8180
30	WIIM	IPO+1	0,6807	0,2687	0,0664	0,1425	12,2009	0,1780	11,0440
31	WIIM	IPO+2	0,7074	0,2458	0,0663	0,1124	12,2205	0,2322	10,0169
32	WIIM	IPO+3	0,6552	0,2225	0,0600	0,1325	12,2647	0,2471	6,8977
33	ISSP	IPO	0,7739	0,3715	0,0880	0,0572	12,5483	0,2635	9,4521
34	ISSP	IPO+1	0,8137	0,3118	0,0914	0,0481	12,5274	0,2868	6,1184
35	ISSP	IPO+2	0,8011	0,2814	0,0827	0,0358	12,5543	0,3439	7,8864
36	ISSP	IPO+3	1,5124	0,2717	0,1302	0,0230	12,5131	0,3284	14,4330
37	SRIL	IPO	0,6376	0,8016	0,1521	0,0828	12,7575	0,5451	12,4159
38	SRIL	IPO+1	0,7586	0,6426	0,1902	0,0943	12,8672	0,4616	4,5919
39	SRIL	IPO+2	0,7907	0,4846	0,1787	0,0824	12,9422	0,5628	6,3955
40	SRIL	IPO+3	0,8173	0,4159	0,1810	0,0697	12,9629	0,5483	5,3229

No	Firm	Periode	Lev	MTB	EFWA	Prof	Size	Tang	Growth
41	SMBR	IPO	0,1245	0,6971	0,1824	0,1477	12,0677	0,2175	15,1351
42	SMBR	IPO+1	0,1996	0,3667	0,1044	0,1382	12,0845	0,1905	10,9412
43	SMBR	IPO+2	0,2450	0,3336	0,1049	0,1357	12,1647	0,2408	8,4722
44	SMBR	IPO+3	0,5570	0,3180	0,1342	0,0799	12,1826	0,7966	107,3077
45	SIDO	IPO	0,1786	0,5713	0,1564	0,1974	12,3752	0,1885	21,4339
46	SIDO	IPO+1	0,1107	0,5693	0,1500	0,1934	12,3420	0,2804	20,9538
47	SIDO	IPO+2	0,1165	0,5773	0,1515	0,1565	12,3461	0,3440	19,7952
48	SIDO	IPO+3	0,1328	0,5439	0,1525	0,2106	12,4085	0,3519	16,1560
49	WTON	IPO	0,8867	0,0929	0,0227	0,1086	12,5155	0,4395	15,5920
50	WTON	IPO+1	0,9147	0,0904	0,0262	0,0462	12,4237	0,4491	49,6241
51	WTON	IPO+2	0,7136	0,3498	0,0996	0,0605	12,5418	0,4759	26,3410
52	WTON	IPO+3	0,8321	0,3172	0,1324	0,0482	12,7293	0,3791	12,9266
53	CINT	IPO	0,4331	0,3404	0,0884	0,0993	11,4571	0,4138	11,5587
54	CINT	IPO+1	0,4038	0,3174	0,0861	0,1065	11,4986	0,4155	16,6667
55	CINT	IPO+2	0,4217	0,3063	0,0870	0,0705	11,5151	0,4553	16,0539
56	CINT	IPO+3	0,4853	0,2616	0,0878	0,0804	11,5728	0,4926	12,0752
57	IMPC	IPO	0,9407	0,0497	0,0118	0,1905	12,1502	0,2288	1,5345
58	IMPC	IPO+1	0,9229	0,0441	0,0101	0,0879	12,0599	0,2781	5,7748
59	IMPC	IPO+2	0,9560	0,0394	0,0122	0,0724	12,0551	0,3075	48,5391
60	IMPC	IPO+3	0,9553	0,0375	0,0117	0,0486	12,0767	0,3234	60,3544

Lampiran 3. Data *Market Leverage* Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana

$$\text{Market Leverage} = \frac{\text{Book Debt}}{\text{Total Assets} - \text{Book Equity} + \text{Market Equity}}$$

(Yuniawati, 2015)

No	Firm	Book Debt (Rp)	Total Assets (Rp)	Book Equity (Rp)	Market Equity (Rp)	Market Leverage
1	ROTI	112.812.910.988	568.265.341.826	455.452.430.838	101.236.000.000	0,5270
2	IPOL	1.123.770.000.000	2.219.410.000.000	1.095.640.000.000	644.050.078.000	0,6357
3	ICBP	3.999.132.000.000	13.361.313.000.000	9.362.181.000.000	583.095.400.000	0,8727
4	MBTO	141.131.522.256	541.673.841.000	400.542.318.744	107.000.000.000	0,5688
5	ALDO	82.739.679.642	164.620.644.025	81.880.964.383	55.000.000.000	0,6007
6	STAR	230.235.127.158	718.569.181.860	488.334.054.702	480.000.000.000	0,3242
7	TRIS	123.691.800.811	366.248.271.960	242.556.471.149	100.000.000.000	0,5530
8	WIIM	550.946.790.179	1.207.251.153.900	656.304.363.721	209.987.376.000	0,7240

No	Firm	Book Debt (Rp)	Total Assets (Rp)	Book Equity (Rp)	Market Equity (Rp)	Market Leverage
9	ISSP	2.459.118.000.000	4.393.577.000.000	1.934.459.000.000	718.599.203.500	0,7739
10	SRIL	3.271.382.382.624	5.590.981.794.609	2.319.599.411.985	1.859.288.804.000	0,6376
11	SMBR	244.459.581.000	2.711.416.335.000	2.466.956.754.000	1.719.619.195.209	0,1245
12	SIDO	326.051.000.000	2.951.507.000.000	2.625.456.000.000	1.500.000.000.000	0,1786
13	WTON	1.600.067.000.000	3.802.659.000.000	2.202.592.000.000	204.546.660.000	0,8867
14	CINT	76.400.157.226	370.186.989.798	293.786.832.572	100.000.000.000	0,4331
15	IMPC	767.100.771.488	1.740.439.269.199	973.338.497.711	48.335.000.000	0,9407

Lampiran 4. Data *Market Leverage* Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$\text{Market Leverage} = \frac{\text{Book Debt}}{\text{Total Assets} - \text{Book Equity} + \text{Market Equity}}$$

(Yuniawati, 2015)

No	Firm	Book Debt (Rp)	Total Assets (Rp)	Book Equity (Rp)	Market Equity (Rp)	Market Leverage
1	ROTI	212.695.735.714	759.136.918.500	546.441.182.786	101.236.000.000	0,6775
2	IPOL	1.470.818.000.000	2.619.736.000.000	1.148.918.000.000	644.051.668.000	0,6955
3	ICBP	4.513.084.000.000	15.222.857.000.000	10.709.773.000.000	583.095.400.000	0,8856
4	MBTO	174.931.100.594	609.494.013.942	434.562.913.348	107.000.000.000	0,6205
5	ALDO	90.590.989.110	184.896.742.887	94.305.753.777	55.000.000.000	0,6222
6	STAR	262.465.727.182	751.720.620.157	489.254.892.975	480.000.000.000	0,3535
7	TRIS	172.797.615.708	475.428.240.024	302.630.624.316	100.259.800.000	0,6328
8	WIIM	447.651.956.356	1.229.011.260.881	781.359.304.525	209.987.376.000	0,6807
9	ISSP	3.138.324.000.000	5.443.158.000.000	2.304.834.000.000	718.599.203.500	0,8137

No	Firm	Book Debt (Rp)	Total Assets (Rp)	Book Equity (Rp)	Market Equity (Rp)	Market Leverage
10	SRIL	5.843.848.978.758	8.737.221.531.808	2.893.372.553.050	1.859.288.804.000	0,7586
11	SMBR	245.388.549.000	2.928.480.366.000	2.683.091.817.000	983.767.850.000	0,1996
12	SIDO	186.740.000.000	2.821.399.000.000	2.634.659.000.000	1.500.000.000.000	0,1107
13	WTON	2.192.673.000.000	4.456.098.000.000	2.263.425.000.000	204.546.660.000	0,9147
14	CINT	67.734.182.851	382.807.494.765	315.073.311.914	100.000.000.000	0,4038
15	IMPC	578.352.730.206	1.675.232.685.157	1.096.879.954.951	48.335.000.000	0,9229

Lampiran 5. Data *Market Leverage* Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$\text{Market Leverage} = \frac{\text{Book Debt}}{\text{Total Assets} - \text{Book Equity} + \text{Market Equity}}$$

(Yuniawati, 2015)

No	Firm	Book Debt (Rp)	Total Assets (Rp)	Book Equity (Rp)	Market Equity (Rp)	Market Leverage
1	ROTI	538.337.083.673	1.204.944.681.223	666.607.597.550	101.236.000.000	0,8417
2	IPOL	273.839.044.040	2.734.945.493.230	1.363.669.453.420	644.051.668.000	0,1359
3	ICBP	5.835.523.000.000	17.819.884.000.000	11.984.361.000.000	583.095.400.000	0,9092
4	MBTO	160.451.280.610	611.769.745.328	451.318.464.718	107.000.000.000	0,5999
5	ALDO	161.595.933.059	301.479.232.221	139.883.299.162	55.000.000.000	0,7461
6	STAR	259.578.391.395	749.402.740.231	489.824.348.836	480.000.000.000	0,3510
7	TRIS	214.390.227.222	523.900.642.605	309.510.415.383	104.376.302.500	0,6726
8	WIIM	488.154.387.359	1.334.544.790.387	854.425.098.590	209.987.376.000	0,7074

No	Firm	Book Debt (Rp)	Total Assets (Rp)	Book Equity (Rp)	Market Equity (Rp)	Market Leverage
9	ISSP	2.894.972.000.000	5.448.447.000.000	2.553.475.000.000	718.599.203.500	0,8011
10	SRIL	7.023.579.456.112	10.860.319.064.720	3.836.739.608.608	1.859.288.804.000	0,7907
11	SMBR	319.315.349.000	3.268.667.933.000	2.949.352.584.000	983.767.850.000	0,2450
12	SIDO	197.797.000.000	2.796.111.000.000	2.598.314.000.000	1.500.000.000.000	0,1165
13	WTON	2.171.844.871.664	4.663.078.318.968	2.491.233.447.304	871.546.660.000	0,7136
14	CINT	72.906.787.680	399.336.626.636	326.429.838.956	100.000.000.000	0,4217
15	IMPC	1.050.386.739.011	2.276.031.922.082	1.225.645.183.071	48.335.000.000	0,9560

Lampiran 6. Data *Market Leverage* Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$\text{Market Leverage} = \frac{\text{Book Debt}}{\text{Total Assets} - \text{Book Equity} + \text{Market Equity}}$$

(Yuniawati, 2015)

No	Firm	Book Debt (Rp)	Total Assets (Rp)	Book Equity (Rp)	Market Equity (Rp)	Market Leverage
1	ROTI	1.035.351.397.437	1.822.689.047.108	787.337.649.671	101.236.000.000	0,9109
2	IPOL	1.844.655.883.506	3.382.550.448.294	1.846.017.435.372	644.337.950.900	0,8458
3	ICBP	8.001.739.000.000	21.267.470.000.000	13.265.731.000.000	583.095.400.000	0,9321
4	MBTO	165.633.948.162	619.383.082.066	453.749.133.904	107.000.000.000	0,6075
5	ALDO	197.391.610.046	356.814.265.668	159.422.655.622	55.000.000.000	0,7821
6	STAR	285.744.500.913	775.917.827.931	490.173.327.018	480.000.060.200	0,3732
7	TRIS	239.975.493.771	577.786.346.557	337.810.852.786	104.544.632.500	0,6965
8	WIIM	398.991.064.485	1.342.700.045.391	943.708.980.906	209.987.376.000	0,6552

No	Firm	Book Debt (Rp)	Total Assets (Rp)	Book Equity (Rp)	Market Equity (Rp)	Market Leverage
9	ISSP	6.223.954.000.000	6.041.811.000.000	2.645.057.000.000	718.599.203.500	1,5124
10	SRIL	8.318.660.907.606	12.789.632.594.130	4.470.971.686.524	1.859.288.804.000	0,8173
11	SMBR	1.248.119.294.000	4.368.876.996.000	3.120.757.702.000	992.479.728.300	0,5570
12	SIDO	229.729.000.000	2.987.614.000.000	2.757.885.000.000	1.500.000.000.000	0,1328
13	WTON	4.320.040.760.958	7.067.976.095.043	2.747.935.334.085	871.546.660.000	0,8321
14	CINT	94.304.081.659	476.577.841.605	382.273.759.946	100.000.000.000	0,4853
15	IMPC	1.006.868.523.820	2.294.677.493.483	1.289.020.969.663	48.335.000.000	0,9553

Lampiran 7. Data *Market to Book Ratio* Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana

$$\text{Market to book} = \frac{\text{Market value of firm}}{\text{Book value of firm}}$$

(Brendea, 2012)

No	Firm	Market Value (Rp)	Book Value (Rp)	Market to Book
1	ROTI	101.236.000.000	455.452.430.838	0,2223
2	IPOL	644.050.078.000	1.095.640.000.000	0,5878
3	ICBP	583.095.400.000	9.362.181.000.000	0,0623
4	MBTO	107.000.000.000	400.542.318.744	0,2671
5	ALDO	55.000.000.000	81.880.964.383	0,6717
6	STAR	480.000.000.000	488.334.054.702	0,9829
7	TRIS	100.000.000.000	242.556.471.149	0,4123
8	WIIM	209.987.376.000	656.304.363.721	0,3200
9	ISSP	718.599.203.500	1.934.459.000.000	0,3715
10	SRIL	1.859.288.804.000	2.319.599.411.985	0,8016
11	SMBR	1.719.619.195.209	2.466.956.754.000	0,6971
12	SIDO	1.500.000.000.000	2.625.456.000.000	0,5713
13	WTON	204.546.660.000	2.202.592.000.000	0,0929
14	CINT	100.000.000.000	293.786.832.572	0,3404
15	IMPC	48.335.000.000	973.338.497.711	0,0497

**Lampiran 8. Data *Market to Book Ratio* Perusahaan Manufaktur Periode 1
Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana**

$$\text{Market to book} = \frac{\text{Market value of firm}}{\text{Book value of firm}}$$

(Brendea, 2012)

No	Firm	Market Value (Rp)	Book Value (Rp)	Market to Book
1	ROTI	101.236.000.000	546.441.182.786	0,1853
2	IPOL	644.051.668.000	1.148.918.000.000	0,5606
3	ICBP	583.095.400.000	10.709.773.000.000	0,0544
4	MBTO	107.000.000.000	434.562.913.348	0,2462
5	ALDO	55.000.000.000	94.305.753.777	0,5832
6	STAR	480.000.000.000	489.254.892.975	0,9811
7	TRIS	100.259.800.000	302.630.624.316	0,3313
8	WIIM	209.987.376.000	781.359.304.525	0,2687
9	ISSP	718.599.203.500	2.304.834.000.000	0,3118
10	SRIL	1.859.288.804.000	2.893.372.553.050	0,6426
11	SMBR	983.767.850.000	2.683.091.817.000	0,3667
12	SIDO	1.500.000.000.000	2.634.659.000.000	0,5693
13	WTON	204.546.660.000	2.263.425.000.000	0,0904
14	CINT	100.000.000.000	315.073.311.914	0,3174
15	IMPC	48.335.000.000	1.096.879.954.951	0,0441

**Lampiran 9. Data *Market to Book Ratio* Perusahaan Manufaktur Periode 2
Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana**

$$\text{Market to book} = \frac{\text{Market value of firm}}{\text{Book value of firm}}$$

(Brendea, 2012)

No	Firm	Market Value (Rp)	Book Value (Rp)	Market to Book
1	ROTI	101.236.000.000	666.607.597.550	0,1519
2	IPOL	644.051.668.000	1.363.669.453.420	0,4723
3	ICBP	583.095.400.000	11.984.361.000.000	0,0487
4	MBTO	107.000.000.000	451.318.464.718	0,2371
5	ALDO	55.000.000.000	139.883.299.162	0,3932
6	STAR	480.000.000.000	489.824.348.836	0,9799
7	TRIS	104.376.302.500	309.510.415.383	0,3372
8	WIIM	209.987.376.000	854.425.098.590	0,2458
9	ISSP	718.599.203.500	2.553.475.000.000	0,2814
10	SRIL	1.859.288.804.000	3.836.739.608.608	0,4846
11	SMBR	983.767.850.000	2.949.352.584.000	0,3336
12	SIDO	1.500.000.000.000	2.598.314.000.000	0,5773
13	WTON	871.546.660.000	2.491.233.447.304	0,3498
14	CINT	100.000.000.000	326.429.838.956	0,3063
15	IMPC	48.335.000.000	1.225.645.183.071	0,0394

**Lampiran 10. Data *Market to Book Ratio* Perusahaan Manufaktur Periode 3
Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana**

$$\text{Market to book} = \frac{\text{Market value of firm}}{\text{Book value of firm}}$$

(Brendea, 2012)

No	Firm	Market Value (Rp)	Book Value (Rp)	Market to Book
1	ROTI	101.236.000.000	787.337.649.671	0,1286
2	IPOL	644.337.950.900	1.846.017.435.372	0,3490
3	ICBP	583.095.400.000	13.265.731.000.000	0,0440
4	MBTO	107.000.000.000	453.749.133.904	0,2358
5	ALDO	55.000.000.000	159.422.655.622	0,3450
6	STAR	480.000.060.200	490.173.327.018	0,9792
7	TRIS	104.544.632.500	337.810.852.786	0,3095
8	WIIM	209.987.376.000	943.708.980.906	0,2225
9	ISSP	718.599.203.500	2.645.057.000.000	0,2717
10	SRIL	1.859.288.804.000	4.470.971.686.524	0,4159
11	SMBR	992.479.728.300	3.120.757.702.000	0,3180
12	SIDO	1.500.000.000.000	2.757.885.000.000	0,5439
13	WTON	871.546.660.000	2.747.935.334.085	0,3172
14	CINT	100.000.000.000	382.273.759.946	0,2616
15	IMPC	48.335.000.000	1.289.020.969.663	0,0375

**Lampiran 11. Data *External Finance Weighted Average Market to Book Ratio*
Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana**

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

(Baker dan Wugler, 2002)

No	Firm	Equity (es) (Rp)	Net Debt (ds) (Rp)	$\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r$ (Rp)	(M/B) _s	EFWA
1	ROTI	455.452.430.838	99.919.914.842	2.831.442.836.805	0,2223	0,0436
2	IPOL	1.095.640.000.000	1.101.693.000.000	8.069.926.731.540	0,5878	0,1601
3	ICBP	9.362.181.000.000	8.740.349.000.000	63.950.925.000.000	0,0623	0,0176
4	MBTO	400.542.318.744	161.159.853.244	1.937.025.683.299	0,2671	0,0775
5	ALDO	81.880.964.383	82.739.679.642	784.830.630.523	0,6717	0,1409
6	STAR	488.334.054.702	228.962.319.230	2.691.072.320.966	0,9829	0,2620
7	TRIS	242.556.471.149	120.424.494.393	1.582.764.716.322	0,4123	0,0945
8	WIIM	656.304.363.721	544.634.257.567	4.950.986.152.393	0,3200	0,0776

No	Firm	Equity (es) (Rp)	Net Debt (ds) (Rp)	$\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r$ (Rp)	(M/B)_s	EFWA
9	ISSP	1.934.459.000.000	2.441.206.000.000	18.481.344.000.000	0,3715	0,0880
10	SRIL	2.319.599.411.985	3.218.656.850.235	29.188.926.284.198	0,8016	0,1521
11	SMBR	2.466.956.754.000	195.621.996.000	10.176.151.420.000	0,6971	0,1824
12	SIDO	2.625.456.000.000	288.224.000.000	10.642.084.000.000	0,5713	0,1564
13	WTON	2.202.592.000.000	1.406.391.000.000	14.759.034.429.921	0,0929	0,0227
14	CINT	293.786.832.572	70.103.617.912	1.401.754.814.656	0,3404	0,0884
15	IMPC	973.338.497.711	746.280.697.498	7.248.646.470.436	0,0497	0,0118

Lampiran 12. Data *External Finance Weighted Average Market to Book Ratio*

Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan

Penawaran Perdana

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

(Baker dan Wugler, 2002)

No	Firm	Equity (es) (Rp)	Net Debt (ds) (Rp)	$\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r$ (Rp)	(M/B) _s	EFWA
1	ROTI	546.441.182.786	202.392.709.002	2.831.442.836.805	0,1853	0,0490
2	IPOL	1.148.918.000.000	1.439.757.000.000	8.069.926.731.540	0,5606	0,1798
3	ICBP	10.709.773.000.000	10.011.726.000.000	63.950.925.000.000	0,0544	0,0176
4	MBTO	434.562.913.348	26.990.801.659	1.937.025.683.299	0,2462	0,0587
5	ALDO	94.305.753.777	90.330.794.685	784.830.630.523	0,5832	0,1372
6	STAR	489.254.892.975	261.560.674.063	2.691.072.320.966	0,9811	0,2737
7	TRIS	302.630.624.316	165.389.785.050	1.582.764.716.322	0,3313	0,0980

No	Firm	Equity (<i>es</i>) (Rp)	Net Debt (<i>ds</i>) (Rp)	$\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r$ (Rp)	(M/B)s	EFWA
8	WIIM	781.359.304.525	441.561.305.476	4.950.986.152.393	0,2687	0,0664
9	ISSP	2.304.834.000.000	3.114.143.000.000	18.481.344.000.000	0,3118	0,0914
10	SRIL	2.893.372.553.050	5.746.432.369.594	29.188.926.284.198	0,6426	0,1902
11	SMBR	2.683.091.817.000	214.961.487.000	10.176.151.420.000	0,3667	0,1044
12	SIDO	2.634.659.000.000	169.372.000.000	10.642.084.000.000	0,5693	0,1500
13	WTON	2.263.425.000.000	2.021.268.000.000	14.759.034.429.921	0,0904	0,0262
14	CINT	315.073.311.914	65.276.033.246	1.401.754.814.656	0,3174	0,0861
15	IMPC	1.096.879.954.951	558.838.996.423	7.248.646.470.436	0,0441	0,0101

Lampiran 13. Data *External Finance Weighted Average Market to Book Ratio*
Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan
Penawaran Perdana

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

(Baker dan Wugler, 2002)

No	Firm	Equity (es) (Rp)	Net Debt (ds) (Rp)	$\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r$ (Rp)	(M/B) _s	EFWA
1	ROTI	666.607.597.550	521.194.586.138	2.831.442.836.805	0,1519	0,0637
2	IPOL	1.363.669.453.420	246.382.278.120	8.069.926.731.540	0,4723	0,0942
3	ICBP	11.984.361.000.000	11.137.245.000.000	63.950.925.000.000	0,0487	0,0176
4	MBTO	451.318.464.718	154.833.282.340	1.937.025.683.299	0,2371	0,0742
5	ALDO	139.883.299.162	161.276.630.781	784.830.630.523	0,3932	0,1509
6	STAR	489.824.348.836	258.656.799.720	2.691.072.320.966	0,9799	0,2726
7	TRIS	309.510.415.383	206.518.078.761	1.582.764.716.322	0,3372	0,1099

No	Firm	Equity (es) (Rp)	Net Debt (ds) (Rp)	$\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r$ (Rp)	(M/B)s	EFWA
8	WIIM	854.425.098.590	480.831.130.352	4.950.986.152.393	0,2458	0,0663
9	ISSP	2.553.475.000.000	2.877.244.000.000	18.481.344.000.000	0,2814	0,0827
10	SRIL	3.836.739.608.608	6.928.449.277.096	29.188.926.284.198	0,4846	0,1787
11	SMBR	2.949.352.584.000	252.090.769.000	10.176.151.420.000	0,3336	0,1049
12	SIDO	2.598.314.000.000	194.500.000.000	10.642.084.000.000	0,5773	0,1515
13	WTON	2.491.233.447.304	1.711.158.231.350	14.759.034.429.921	0,3498	0,0996
14	CINT	326.429.838.956	71.671.520.642	1.401.754.814.656	0,3063	0,0870
15	IMPC	1.225.645.183.071	1.023.474.587.807	7.248.646.470.436	0,0394	0,0122

Lampiran 14. Data *External Finance Weighted Average Market to Book Ratio*

Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan

Penawaran Perdana

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

(Baker dan Wugler, 2002)

No	Firm	Equity (es) (Rp)	Net Debt (ds) (Rp)	$\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r$ (Rp)	(M/B)s	EFWA
1	ROTI	787.337.649.671	998.333.106.758	2.831.442.836.805	0,1286	0,0811
2	IPOL	1.846.017.435.372	1.807.057.109.034	8.069.926.731.540	0,3490	0,1580
3	ICBP	13.265.731.000.000	12.417.057.000.000	63.950.925.000.000	0,0440	0,0177
4	MBTO	453.749.133.904	155.771.387.060	1.937.025.683.299	0,2358	0,0742
5	ALDO	159.422.655.622	196.986.238.169	784.830.630.523	0,3450	0,1567
6	STAR	490.173.327.018	285.293.927.232	2.691.072.320.966	0,9792	0,2822
7	TRIS	337.810.852.786	225.024.710.428	1.582.764.716.322	0,3095	0,1101

No	Firm	Equity (es) (Rp)	Net Debt (ds) (Rp)	$\sum_{r=0}^{t-1} e_r + d_r$ (Rp)	(M/B)s	EFWA
8	WIIM	943.708.980.906	390.989.420.183	4.950.986.152.393	0,2225	0,0600
9	ISSP	2.645.057.000.000	6.210.926.000.000	18.481.344.000.000	0,2717	0,1302
10	SRIL	4.470.971.686.524	8.232.703.064.607	29.188.926.284.198	0,4159	0,1810
11	SMBR	3.120.757.702.000	1.174.650.422.000	10.176.151.420.000	0,3180	0,1342
12	SIDO	2.757.885.000.000	226.914.000.000	10.642.084.000.000	0,5439	0,1525
13	WTON	2.747.935.334.085	3.411.757.056.434	14.759.034.429.921	0,3172	0,1324
14	CINT	382.273.759.946	88.428.623.160	1.401.754.814.656	0,2616	0,0878
15	IMPC	1.289.020.969.663	978.109.397.844	7.248.646.470.436	0,0375	0,0117

**Lampiran 15. Data Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Periode Tahun
Melakukan Penawaran Perdana**

$$Profitabilitas = \frac{EBIT}{Total\ assets}$$

(Fahima,2016)

No	Firm	EBIT (Rp)	Total Assets (Rp)	Profitabilitas
1	ROTI	134.665.973.429	568.265.341.826	0,2370
2	IPOL	237.068.000.000	2.219.410.000.000	0,1068
3	ICBP	2.519.142.000.000	13.361.313.000.000	0,1885
4	MBTO	54.406.395.474	541.673.841.000	0,1004
5	ALDO	12.350.756.847	164.620.644.025	0,0750
6	STAR	3.835.831.413	718.569.181.860	0,0053
7	TRIS	62.625.798.846	366.248.271.960	0,1710
8	WIIM	105.577.458.190	1.207.251.153.900	0,0875
9	ISSP	251.258.000.000	4.393.577.000.000	0,0572
10	SRIL	462.824.799.087	5.590.981.794.609	0,0828
11	SMBR	400.401.904.000	2.711.416.335.000	0,1477
12	SIDO	582.658.000.000	2.951.507.000.000	0,1974
13	WTON	412.825.000.000	3.802.659.000.000	0,1086
14	CINT	36.759.612.201	370.186.989.798	0,0993
15	IMPC	331.590.433.815	1.740.439.269.199	0,1905

**Lampiran 16. Data Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun
Setelah Melakukan Penawaran Perdana**

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total assets}}$$

(Fahima,2016)

No	Firm	EBIT (Rp)	Total Assets (Rp)	Profitabilitas
1	ROTI	154.948.034.286	759.136.918.500	0,2041
2	IPOL	74.085.000.000	2.619.736.000.000	0,0283
3	ICBP	2.744.910.000.000	15.222.857.000.000	0,1803
4	MBTO	59.554.649.590	609.494.013.942	0,0977
5	ALDO	16.435.815.775	184.896.742.887	0,0889
6	STAR	4.551.968.168	751.720.620.157	0,0061
7	TRIS	68.073.504.325	475.428.240.024	0,1432
8	WIIM	175.119.289.578	1.229.011.260.881	0,1425
9	ISSP	262.024.000.000	5.443.158.000.000	0,0481
10	SRIL	824.242.695.234	8.737.221.531.808	0,0943
11	SMBR	404.809.598.000	2.928.480.366.000	0,1382
12	SIDO	545.651.000.000	2.821.399.000.000	0,1934
13	WTON	206.059.000.000	4.456.098.000.000	0,0462
14	CINT	40.762.330.489	382.807.494.765	0,1065
15	IMPC	147.204.866.336	1.675.232.685.157	0,0879

**Lampiran 17. Data Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun
Setelah Melakukan Penawaran Perdana**

$$Profitabilitas = \frac{EBIT}{Total\ assets}$$

(Fahima,2016)

No	Firm	EBIT (Rp)	Total Assets (Rp)	Profitabilitas
1	ROTI	199.792.980.761	1.204.944.681.223	0,1658
2	IPOL	88.629.543.710	2.734.945.493.230	0,0324
3	ICBP	3.034.394.000.000	17.819.884.000.000	0,1703
4	MBTO	23.006.208.262	611.769.745.328	0,0376
5	ALDO	33.591.990.313	301.479.232.221	0,1114
6	STAR	6.375.056.383	749.402.740.231	0,0085
7	TRIS	47.671.163.813	523.900.642.605	0,0910
8	WIIM	150.033.454.319	1.334.544.790.387	0,1124
9	ISSP	194.905.000.000	5.448.447.000.000	0,0358
10	SRIL	895.402.294.664	10.860.319.064.720	0,0824
11	SMBR	443.414.252.000	3.268.667.933.000	0,1357
12	SIDO	437.475.000.000	2.796.111.000.000	0,1565
13	WTON	282.148.079.843	4.663.078.318.968	0,0605
14	CINT	28.172.913.292	399.336.626.636	0,0705
15	IMPC	164.796.167.232	2.276.031.922.082	0,0724

**Lampiran 18. Data Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun
Setelah Melakukan Penawaran Perdana**

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total assets}}$$

(Fahima,2016)

No	Firm	EBIT (Rp)	Total Assets (Rp)	Profitabilitas
1	ROTI	210.804.904.162	1.822.689.047.108	0,1157
2	IPOL	140.340.367.410	3.382.550.448.294	0,0415
3	ICBP	2.966.990.000.000	21.267.470.000.000	0,1395
4	MBTO	5.699.438.368	619.383.082.066	0,0092
5	ALDO	28.201.468.412	356.814.265.668	0,0790
6	STAR	6.660.901.863	775.917.827.931	0,0086
7	TRIS	58.813.295.821	577.786.346.557	0,1018
8	WIIM	177.962.941.779	1.342.700.045.391	0,1325
9	ISSP	139.149.000.000	6.041.811.000.000	0,0230
10	SRIL	891.573.261.873	12.789.632.594.130	0,0697
11	SMBR	349.280.550.000	4.368.876.996.000	0,0799
12	SIDO	629.082.000.000	2.987.614.000.000	0,2106
13	WTON	340.458.859.391	7.067.976.095.043	0,0482
14	CINT	38.318.872.398	476.577.841.605	0,0804
15	IMPC	111.423.979.247	2.294.677.493.483	0,0486

Lampiran 19. Data Size Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana

$Size = \log(Sales)$

(Baker dan Wugler, 2002)

No	Firm	Sales (Rp)	Size
1	ROTI	612.192.357.641	11,7869
2	IPOL	1.625.149.000.000	12,2109
3	ICBP	17.960.120.000.000	13,2543
4	MBTO	648.375.230.795	11,8118
5	ALDO	244.802.861.887	11,3888
6	STAR	220.333.781.433	11,3431
7	TRIS	558.886.515.975	11,7473
8	WIIM	1.119.062.225.729	12,0489
9	ISSP	3.534.018.000.000	12,5483
10	SRIL	5.721.758.543.615	12,7575
11	SMBR	1.168.607.832.000	12,0677
12	SIDO	2.372.364.000.000	12,3752
13	WTON	3.277.195.000.000	12,5155
14	CINT	286.466.806.840	11,4571
15	IMPC	1.413.257.059.355	12,1502

Lampiran 20. Data Size Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$Size = \log(Sales)$

(Baker dan Wugler, 2002)

No	Firm	Sales (Rp)	Size
1	ROTI	813.342.078.952	11,9103
2	IPOL	1.818.287.000.000	12,2597
3	ICBP	19.367.155.000.000	13,2871
4	MBTO	717.788.399.047	11,8560
5	ALDO	279.603.768.317	11,4465
6	STAR	204.735.375.950	11,3112
7	TRIS	709.945.585.382	11,8512
8	WIIM	1.588.022.200.150	12,2009
9	ISSP	3.367.873.000.000	12,5274
10	SRIL	7.364.795.991.350	12,8672
11	SMBR	1.214.914.932.000	12,0845
12	SIDO	2.197.907.000.000	12,3420
13	WTON	2.652.622.000.000	12,4237
14	CINT	315.229.890.328	11,4986
15	IMPC	1.147.838.378.766	12,0599

**Lampiran 21. Data Size Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah
Melakukan Penawaran Perdana**

$$Size = \log(Sales)$$

(Baker dan Wugler, 2002)

No	Firm	Sales (Rp)	Size
1	ROTI	1.190.825.893.340	12,0758
2	IPOL	2.197.730.838.320	12,3420
3	ICBP	21.716.913.000.000	13,3368
4	MBTO	641.284.586.295	11,8071
5	ALDO	399.345.658.763	11,6013
6	STAR	274.141.734.113	11,4380
7	TRIS	746.828.922.732	11,8732
8	WIIM	1.661.533.200.316	12,2205
9	SRIL	8.752.937.605.136	12,9422
10	ISSP	3.583.541.000.000	12,5543
11	SMBR	1.461.248.284.000	12,1647
12	SIDO	2.218.536.000.000	12,3461
13	WTON	3.481.731.506.128	12,5418
14	CINT	327.426.146.630	11,5151
15	IMPC	1.135.296.191.546	12,0551

Lampiran 22. Data Size Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$Size = \log(Sales)$

(Baker dan Wugler, 2002)

No	Firm	Sales (Rp)	Size
1	ROTI	1.505.519.937.691	12,1777
2	IPOL	2.845.926.944.202	12,4542
3	ICBP	25.094.681.000.000	13,3996
4	MBTO	671.398.849.823	11,8270
5	ALDO	493.881.857.454	11,6936
6	STAR	228.622.027.943	11,3591
7	TRIS	895.743.472.895	11,9522
8	WIIM	1.839.419.574.956	12,2647
9	ISSP	3.259.200.000.000	12,5131
10	SRIL	9.181.222.933.470	12,9629
11	SMBR	1.522.808.093.000	12,1826
12	SIDO	2.561.806.000.000	12,4085
13	WTON	5.362.263.237.778	12,7293
14	CINT	373.955.852.243	11,5728
15	IMPC	1.193.054.430.825	12,0767

**Lampiran 23. Data *Tangibility* Perusahaan Manufaktur Periode Tahun
Melakukan Penawaran Perdana**

$$Tangibility = \frac{Fixed\ assets}{Total\ assets}$$

(Sulistyowati, 2015)

No	Firm	Fixed Assets (Rp)	Total Assets (Rp)	Tangibility
1	ROTI	345.865.687.828	568.265.341.826	0,6086
2	IPOL	1.336.264.000.000	2.219.410.000.000	0,6021
3	ICBP	2.304.588.000.000	13.361.313.000.000	0,1725
4	MBTO	67.398.292.985	541.673.841.000	0,1244
5	ALDO	73.071.057.241	164.620.644.025	0,4439
6	STAR	358.332.726.300	718.569.181.860	0,4987
7	TRIS	71.267.277.531	366.248.271.960	0,1946
8	WIIM	154.938.599.256	1.207.251.153.900	0,1283
9	ISSP	1.157.563.000.000	4.393.577.000.000	0,2635
10	SRIL	3.047.672.048.583	5.590.981.794.609	0,5451
11	SMBR	589.671.589.000	2.711.416.335.000	0,2175
12	SIDO	556.376.000.000	2.951.507.000.000	0,1885
13	WTON	1.671.205.000.000	3.802.659.000.000	0,4395
14	CINT	153.173.063.604	370.186.989.798	0,4138
15	IMPC	398.173.013.328	1.740.439.269.199	0,2288

Lampiran 24. Data *Tangibility* Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$Tangibility = \frac{Fixed\ assets}{Total\ assets}$$

(Sulistyowati, 2015)

No	Firm	Fixed Assets (Rp)	Total Assets (Rp)	Tangibility
1	ROTI	546.098.568.681	759.136.918.500	0,7194
2	IPOL	1.740.471.000.000	2.619.736.000.000	0,6644
3	ICBP	2.590.036.000.000	15.222.857.000.000	0,1701
4	MBTO	81.063.310.104	609.494.013.942	0,1330
5	ALDO	75.470.395.188	184.896.742.887	0,4082
6	STAR	342.515.991.309	751.720.620.157	0,4556
7	TRIS	94.090.276.384	475.428.240.024	0,1979
8	WIIM	218.745.061.722	1.229.011.260.881	0,1780
9	ISSP	1.561.125.000.000	5.443.158.000.000	0,2868
10	SRIL	4.033.112.907.334	8.737.221.531.808	0,4616
11	SMBR	557.907.013.000	2.928.480.366.000	0,1905
12	SIDO	791.081.000.000	2.821.399.000.000	0,2804
13	WTON	2.001.189.000.000	4.456.098.000.000	0,4491
14	CINT	159.053.244.425	382.807.494.765	0,4155
15	IMPC	465.913.155.005	1.675.232.685.157	0,2781

Lampiran 25. Data *Tangibility* Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$Tangibility = \frac{Fixed\ assets}{Total\ assets}$$

(Sulistyowati, 2015)

No	Firm	Fixed Assets (Rp)	Total Assets (Rp)	Tangibility
1	ROTI	893.898.142.271	1.204.944.681.223	0,7419
2	IPOL	1.876.586.792.500	2.734.945.493.230	0,6862
3	ICBP	3.869.239.000.000	17.819.884.000.000	0,2171
4	MBTO	134.670.265.336	611.769.745.328	0,2201
5	ALDO	105.893.573.365	301.479.232.221	0,3512
6	STAR	329.692.789.876	749.402.740.231	0,4399
7	TRIS	117.375.191.424	523.900.642.605	0,2240
8	WIIM	309.830.060.177	1.334.544.790.387	0,2322
9	ISSP	1.873.458.000.000	5.448.447.000.000	0,3439
10	SRIL	6.112.317.438.648	10.860.319.064.720	0,5628
11	SMBR	787.023.588.000	3.268.667.933.000	0,2408
12	SIDO	961.873.000.000	2.796.111.000.000	0,3440
13	WTON	2.219.223.927.235	4.663.078.318.968	0,4759
14	CINT	181.812.363.868	399.336.626.636	0,4553
15	IMPC	699.965.839.974	2.276.031.922.082	0,3075

Lampiran 26. Data *Tangibility* Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$Tangibility = \frac{Fixed\ assets}{Total\ assets}$$

(Sulistyowati, 2015)

No	Firm	Fixed Assets (Rp)	Total Assets (Rp)	Tangibility
1	ROTI	1.175.251.173.341	1.822.689.047.108	0,6448
2	IPOL	2.308.472.150.310	3.382.550.448.294	0,6825
3	ICBP	4.844.407.000.000	21.267.470.000.000	0,2278
4	MBTO	148.954.451.135	619.383.082.066	0,2405
5	ALDO	111.468.475.494	356.814.265.668	0,3124
6	STAR	218.769.811.984	775.917.827.931	0,2819
7	TRIS	127.003.766.652	577.786.346.557	0,2198
8	WIIM	331.748.299.750	1.342.700.045.391	0,2471
9	ISSP	1.984.343.000.000	6.041.811.000.000	0,3284
10	SRIL	7.012.168.609.488	12.789.632.594.130	0,5483
11	SMBR	3.480.075.405.000	4.368.876.996.000	0,7966
12	SIDO	1.051.227.000.000	2.987.614.000.000	0,3519
13	WTON	2.679.459.038.772	7.067.976.095.043	0,3791
14	CINT	234.751.563.051	476.577.841.605	0,4926
15	IMPC	742.160.252.895	2.294.677.493.483	0,3234

Lampiran 27. Data *Growth* Perusahaan Manufaktur Periode Tahun Melakukan Penawaran Perdana

$$Growth = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Earning per share}}$$

(Meutia, 2016)

No	<i>Firm</i>	Harga/saham (Rp)	EPS (Rp)	<i>Growth</i>
1	ROTI	1275	106,38	11,9853
2	IPOL	210	34,25	6,1314
3	ICBP	2287	344	6,6483
4	MBTO	415	40,35	10,2850
5	ALDO	435	13,87	31,3627
6	STAR	64	10,8	5,9259
7	TRIS	240	27,82	8,6269
8	WIIM	650	50,71	12,8180
9	ISSP	295	31,21	9,4521
10	SRIL	240	19,33	12,4159
11	SMBR	560	37	15,1351
12	SIDO	580	27,06	21,4339
13	WTON	590	37,84	15,5920
14	CINT	330	28,55	11,5587
15	IMPC	620	404,03	1,5345

Lampiran 28. Data *Growth* Perusahaan Manufaktur Periode 1 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$Growth = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Earning per share}}$$

(Meutia, 2016)

No	<i>Firm</i>	Harga/saham (Rp)	EPS (Rp)	<i>Growth</i>
1	ROTI	1250	114,52	10,9151
2	IPOL	136	7,79	17,4583
3	ICBP	2550	339	7,5221
4	MBTO	430	42,54	10,1081
5	ALDO	490	16,77	29,2188
6	STAR	50	17,98	2,7809
7	TRIS	387	31,44	12,3092
8	WIIM	695	62,93	11,0440
9	ISSP	183	29,91	6,1184
10	SRIL	155	33,7554	4,5919
11	SMBR	372	34	10,9412
12	SIDO	580	27,68	20,9538
13	WTON	990	19,95	49,6241
14	CINT	334	20,04	16,6667
15	IMPC	917,5	158,88	5,7748

Lampiran 29. Data *Growth* Perusahaan Manufaktur Periode 2 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$Growth = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Earning per share}}$$

(Meutia, 2016)

No	<i>Firm</i>	Harga/saham (Rp)	EPS (Rp)	<i>Growth</i>
1	ROTI	1250	147,33	8,4844
2	IPOL	108	10,637	10,1532
3	ICBP	4000	374	10,6952
4	MBTO	310	15,11	20,5162
5	ALDO	700	24,69	28,3516
6	STAR	50	9,009	5,5500
7	TRIS	350	22,75	15,3846
8	WIIM	535	53,41	10,0169
9	ISSP	175	22,19	7,8864
10	SRIL	266	41,592	6,3955
11	SMBR	305	36	8,4722
12	SIDO	580	29,3	19,7952
13	WTON	825	31,32	26,3410
14	CINT	310	19,31	16,0539
15	IMPC	1030	21,22	48,5391

Lampiran 30. Data *Growth* Perusahaan Manufaktur Periode 3 Tahun Setelah Melakukan Penawaran Perdana

$$Growth = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Earning per share}}$$

(Meutia, 2016)

No	Firm	Harga/saham (Rp)	EPS (Rp)	Growth
1	ROTI	1020	31,22	32,6714
2	IPOL	107	1,71	62,7029
3	ICBP	5100	382	13,3508
4	MBTO	200	2,73	73,2601
5	ALDO	735	19,98	36,7868
6	STAR	50	3,998	12,5063
7	TRIS	300	25,63	11,7050
8	WIIM	430	62,34	6,8977
9	ISSP	210	14,55	14,4330
10	SRIL	230	43,2096	5,3229
11	SMBR	2790	26	107,3077
12	SIDO	580	35,9	16,1560
13	WTON	500	38,68	12,9266
14	CINT	334	27,66	12,0752
15	IMPC	1090	18,06	60,3544

Lampiran 31. Data Statistik Deskriptif

Date: 03/18/19
Time: 08:58

	LEV	MTB	EFWA	PROF	SIZE	TANG	GROWTH
Mean	0.636290	0.367032	0.107503	0.099868	12.18027	0.371305	18.63376
Median	0.675050	0.319000	0.094350	0.092650	12.15745	0.336150	12.19220
Maximum	1.512400	0.982900	0.282200	0.237000	13.39960	0.796600	107.3077
Minimum	0.110700	0.037500	0.010100	0.005300	11.31120	0.124400	1.534500
Std. Dev.	0.272198	0.246211	0.067600	0.058471	0.503161	0.174567	18.92827
Skewness	-0.054994	0.918659	0.694792	0.327131	0.508969	0.652227	2.634409
Kurtosis	3.624585	3.499814	3.273834	2.340040	2.952017	2.464466	10.74038
Jarque-Bera	1.005510	9.063886	5.014828	2.159018	2.596253	4.970998	219.1850
Probability	0.604862	0.010760	0.081479	0.339762	0.273043	0.083284	0.000000
Sum	38.17740	22.02190	6.450200	5.992100	730.8160	22.27830	1118.025
Sum Sq. Dev.	4.371411	3.576578	0.269620	0.201711	14.93709	1.797935	21138.48

Lampiran 32. Hasil Uji Chow Model Pertama

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.850516	(14,40)	0.0000
Cross-section Chi-square	59.543543	14	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:00

Sample: 1 4

Periods included: 4

Cross-sections included: 15

Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.783262	0.652927	-1.199616	0.2355
MTB	-0.746803	0.116674	-6.400756	0.0000
PROF	-2.172145	0.463342	-4.687997	0.0000
SIZE	0.155228	0.052394	2.962688	0.0045
TANG	0.145823	0.148309	0.983237	0.3299
GROWTH	0.001840	0.001430	1.286764	0.2037
R-squared	0.576179	Mean dependent var		0.636290
Adjusted R-squared	0.536936	S.D. dependent var		0.272198
S.E. of regression	0.185227	Akaike info criterion		-0.439825
Sum squared resid	1.852697	Schwarz criterion		-0.230391
Log likelihood	19.19475	Hannan-Quinn criter.		-0.357904
F-statistic	14.68244	Durbin-Watson stat		1.782139
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 33. Hasil Uji Hausman Model Pertama

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.868474	5	0.1636

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
MTB	-0.477422	-0.591531	0.030286	0.5120
PROF	-0.083074	-1.198437	0.309251	0.0449
SIZE	0.208879	0.150804	0.061998	0.8156
TANG	-0.072930	0.058691	0.045302	0.5363
GROWTH	0.002621	0.000606	0.000001	0.0260

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: LEV
Method: Panel Least Squares
Date: 03/18/19 Time: 09:01
Sample: 1 4
Periods included: 4
Cross-sections included: 15
Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.746141	3.224837	-0.541466	0.5912
MTB	-0.477422	0.229660	-2.078823	0.0441
PROF	-0.083074	0.783536	-0.106024	0.9161
SIZE	0.208879	0.261755	0.797996	0.4296
TANG	-0.072930	0.285969	-0.255026	0.8000
GROWTH	0.002621	0.001588	1.649794	0.1068

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.842894	Mean dependent var	0.636290
Adjusted R-squared	0.768269	S.D. dependent var	0.272198
S.E. of regression	0.131032	Akaike info criterion	-0.965551
Sum squared resid	0.686774	Schwarz criterion	-0.267436
Log likelihood	48.96652	Hannan-Quinn criter.	-0.692480
F-statistic	11.29503	Durbin-Watson stat	2.276697
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 34. Hasil Uji *Lagrange Multiplier* Model Pertama

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	11.93163 (0.0006)	0.121796 (0.7271)	12.05342 (0.0005)
Honda	3.454219 (0.0003)	0.348993 (0.3635)	2.689277 (0.0036)
King-Wu	3.454219 (0.0003)	0.348993 (0.3635)	1.767768 (0.0385)
Standardized Honda	4.653495 (0.0000)	0.827627 (0.2039)	0.250849 (0.4010)
Standardized King-Wu	4.653495 (0.0000)	0.827627 (0.2039)	-0.286500 --
Gourieriou, et al.*	--	--	12.05342 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

Lampiran 35. Hasil Estimasi *Common Effect* Model Pertama

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 08:59

Sample: 1 4

Periods included: 4

Cross-sections included: 15

Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.783262	0.652927	-1.199616	0.2355
MTB	-0.746803	0.116674	-6.400756	0.0000
PROF	-2.172145	0.463342	-4.687997	0.0000
SIZE	0.155228	0.052394	2.962688	0.0045
TANG	0.145823	0.148309	0.983237	0.3299
GROWTH	0.001840	0.001430	1.286764	0.2037
R-squared	0.576179	Mean dependent var		0.636290
Adjusted R-squared	0.536936	S.D. dependent var		0.272198
S.E. of regression	0.185227	Akaike info criterion		-0.439825
Sum squared resid	1.852697	Schwarz criterion		-0.230391
Log likelihood	19.19475	Hannan-Quinn criter.		-0.357904
F-statistic	14.68244	Durbin-Watson stat		1.782139
Prob(F-statistic)	0.000000			

Lampiran 36. Hasil Estimasi *Fixed Effect Model* Pertama

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 08:59

Sample: 1 4

Periods included: 4

Cross-sections included: 15

Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.746141	3.224837	-0.541466	0.5912
MTB	-0.477422	0.229660	-2.078823	0.0441
PROF	-0.083074	0.783536	-0.106024	0.9161
SIZE	0.208879	0.261755	0.797996	0.4296
TANG	-0.072930	0.285969	-0.255026	0.8000
GROWTH	0.002621	0.001588	1.649794	0.1068

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.842894	Mean dependent var	0.636290
Adjusted R-squared	0.768269	S.D. dependent var	0.272198
S.E. of regression	0.131032	Akaike info criterion	-0.965551
Sum squared resid	0.686774	Schwarz criterion	-0.267436
Log likelihood	48.96652	Hannan-Quinn criter.	-0.692480
F-statistic	11.29503	Durbin-Watson stat	2.276697
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 37. Hasil Estimasi *Random Effect* Model Pertama

Dependent Variable: LEV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 03/18/19 Time: 08:59
 Sample: 1 4
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 15
 Total panel (balanced) observations: 60
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.896831	1.002627	-0.894481	0.3750
MTB	-0.591531	0.149858	-3.947267	0.0002
PROF	-1.198437	0.551975	-2.171179	0.0343
SIZE	0.150804	0.080730	1.868008	0.0672
TANG	0.058691	0.190989	0.307302	0.7598
GROWTH	0.000606	0.001306	0.464400	0.6442

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.138392	0.5273
Idiosyncratic random	0.131032	0.4727

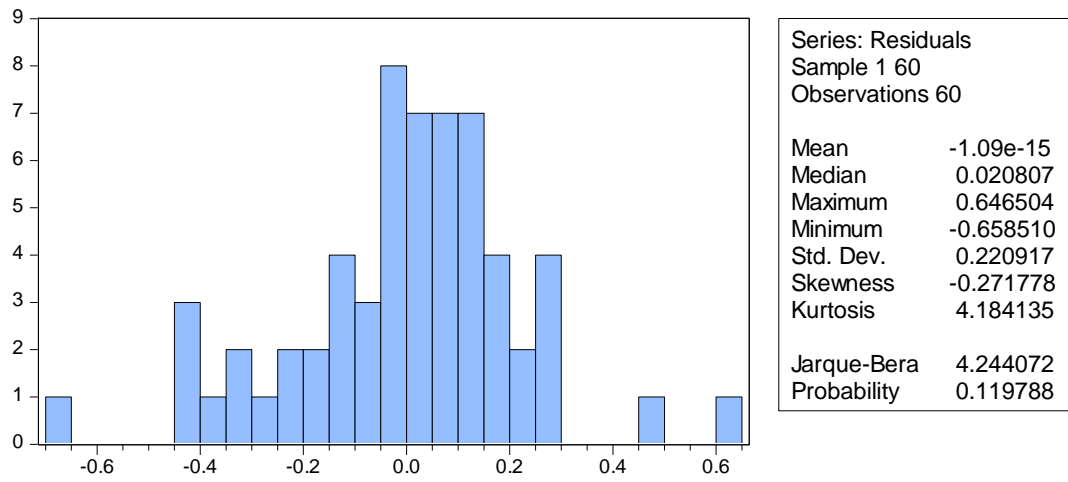
Weighted Statistics

R-squared	0.384015	Mean dependent var	0.272258
Adjusted R-squared	0.326979	S.D. dependent var	0.163909
S.E. of regression	0.134467	Sum squared resid	0.976395
F-statistic	6.732885	Durbin-Watson stat	1.813638
Prob(F-statistic)	0.000061		

Unweighted Statistics

R-squared	0.528181	Mean dependent var	0.636290
Sum squared resid	2.062516	Durbin-Watson stat	0.858576

Lampiran 38. Hasil Uji *Jarque Bera* Model Pertama



Lampiran 39. Hasil Uji Glejser Model Pertama

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.382160	Prob. F(5,54)	0.8588
Obs*R-squared	2.050554	Prob. Chi-Square(5)	0.8421
Scaled explained SS	2.427383	Prob. Chi-Square(5)	0.7874

Test Equation:

Dependent Variable: ARESID

Method: Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:10

Sample: 1 60

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.532568	0.443615	1.200518	0.2352
MTB	0.013814	0.079271	0.174263	0.8623
PROF	0.028858	0.314806	0.091668	0.9273
SIZE	-0.035147	0.035598	-0.987336	0.3279
TANG	0.061913	0.100765	0.614433	0.5415
GROWTH	-0.000453	0.000971	-0.466489	0.6427

R-squared	0.034176	Mean dependent var	0.126964
Adjusted R-squared	-0.055252	S.D. dependent var	0.122509
S.E. of regression	0.125848	Akaike info criterion	-1.212840
Sum squared resid	0.855240	Schwarz criterion	-1.003406
Log likelihood	42.38520	Hannan-Quinn criter.	-1.130919
F-statistic	0.382160	Durbin-Watson stat	1.795783
Prob(F-statistic)	0.858848		

Lampiran 40. Tabel *Durbin Watson*

N	k = 5	
	dl	du
10	0,2427	2,8217
-	-	-
-	-	-
-	-	-
60	1,4083	1,7671

Lampiran 41. Hasil Uji *Durbin Watson* Model Pertama

N = 60 observasi

K = 5

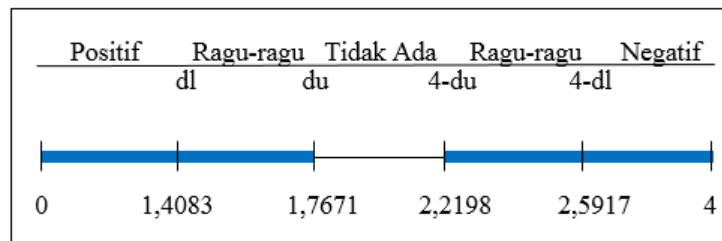
dl = 1,4083

du = 1,7671

4-du = 2,2198

4-dl = 2,5917

Durbin-Watson Stat. = 1,782139



Lampiran 42. Hasil Uji Chow Model Kedua

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.382482	(14,40)	0.0000
Cross-section Chi-square	76.586570	14	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:05

Sample: 1 4

Periods included: 4

Cross-sections included: 15

Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.318009	0.712977	-1.848599	0.0700
EFWA	-2.222623	0.476518	-4.664297	0.0000
PROF	-2.170252	0.530582	-4.090326	0.0001
SIZE	0.194563	0.057454	3.386395	0.0013
TANG	0.142209	0.167975	0.846607	0.4010
GROWTH	0.000679	0.001562	0.434535	0.6656
R-squared	0.468684	Mean dependent var		0.636290
Adjusted R-squared	0.419488	S.D. dependent var		0.272198
S.E. of regression	0.207391	Akaike info criterion		-0.213781
Sum squared resid	2.322599	Schwarz criterion		-0.004346
Log likelihood	12.41342	Hannan-Quinn criter.		-0.131859
F-statistic	9.526900	Durbin-Watson stat		1.328603
Prob(F-statistic)	0.000001			

Lampiran 43. Hasil Uji Hausman Model Kedua

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	23.830331	5	0.0002

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
EFWA	2.465944	-0.448993	0.558268	0.0001
PROF	0.316519	-0.856788	0.263062	0.0222
SIZE	0.186613	0.241827	0.057761	0.8183
TANG	0.087054	-0.031042	0.044383	0.5751
GROWTH	0.003039	0.002138	0.000001	0.2944

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: LEV
Method: Panel Least Squares
Date: 03/18/19 Time: 09:05
Sample: 1 4
Periods included: 4
Cross-sections included: 15
Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.022366	3.064092	-0.660021	0.5130
EFWA	-2.465944	0.934147	-2.639782	0.0118
PROF	-0.316519	0.766378	-0.413007	0.0268
SIZE	0.186613	0.253199	0.737020	0.4654
TANG	0.087054	0.284398	0.306099	0.7611
GROWTH	0.003039	0.001512	2.009766	0.0512

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.851748	Mean dependent var	0.636290
Adjusted R-squared	0.781328	S.D. dependent var	0.272198
S.E. of regression	0.127286	Akaike info criterion	-1.023557
Sum squared resid	0.648070	Schwarz criterion	-0.325442
Log likelihood	50.70671	Hannan-Quinn criter.	-0.750486
F-statistic	12.09531	Durbin-Watson stat	1.858914
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 44. Hasil Estimasi *Common Effect* Model Kedua

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:03

Sample: 1 4

Periods included: 4

Cross-sections included: 15

Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.318009	0.712977	-1.848599	0.0700
EFWA	-2.222623	0.476518	-4.664297	0.0000
PROF	-2.170252	0.530582	-4.090326	0.0001
SIZE	0.194563	0.057454	3.386395	0.0013
TANG	0.142209	0.167975	0.846607	0.4010
GROWTH	0.000679	0.001562	0.434535	0.6656
R-squared	0.468684	Mean dependent var		0.636290
Adjusted R-squared	0.419488	S.D. dependent var		0.272198
S.E. of regression	0.207391	Akaike info criterion		-0.213781
Sum squared resid	2.322599	Schwarz criterion		-0.004346
Log likelihood	12.41342	Hannan-Quinn criter.		-0.131859
F-statistic	9.526900	Durbin-Watson stat		1.328603
Prob(F-statistic)	0.000001			

Lampiran 45. Hasil Estimasi *Fixed Effect* Model Kedua

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:03

Sample: 1 4

Periods included: 4

Cross-sections included: 15

Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.022366	3.064092	-0.660021	0.5130
EFA	-2.465944	0.934147	-2.639782	0.0118
PROF	-0.316519	0.766378	-0.413007	0.0268
SIZE	0.186613	0.253199	0.737020	0.4654
TANG	0.087054	0.284398	0.306099	0.7611
GROWTH	0.003039	0.001512	2.009766	0.0512

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.851748	Mean dependent var	0.636290
Adjusted R-squared	0.781328	S.D. dependent var	0.272198
S.E. of regression	0.127286	Akaike info criterion	-1.023557
Sum squared resid	0.648070	Schwarz criterion	-0.325442
Log likelihood	50.70671	Hannan-Quinn criter.	-0.750486
F-statistic	12.09531	Durbin-Watson stat	1.858914
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 46. Hasil Estimasi *Random Effect* Model Kedua

Dependent Variable: LEV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 03/18/19 Time: 09:04
 Sample: 1 4
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 15
 Total panel (balanced) observations: 60
 Swamy and Arora estimator of component variances

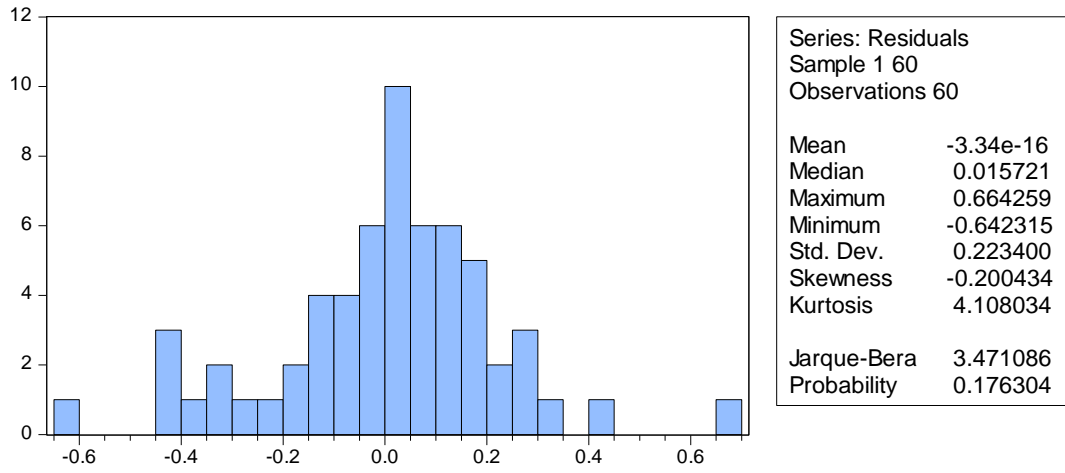
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.203703	0.984487	-2.238427	0.0293
EFWA	-0.448993	0.560680	-0.800801	0.4268
PROF	-0.856788	0.569450	-1.504588	0.1383
SIZE	0.241827	0.079676	3.035149	0.0037
TANG	-0.031042	0.191048	-0.162481	0.8715
GROWTH	0.002138	0.001244	1.718380	0.0915

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.144737	0.5639
Idiosyncratic random		0.127286	0.4361

Weighted Statistics			
R-squared	0.220237	Mean dependent var	0.256119
Adjusted R-squared	0.148036	S.D. dependent var	0.160151
S.E. of regression	0.147822	Sum squared resid	1.179979
F-statistic	3.050357	Durbin-Watson stat	1.568632
Prob(F-statistic)	0.016967		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.314095	Mean dependent var	0.636290
Sum squared resid	2.998371	Durbin-Watson stat	0.617320

Lampiran 47. Hasil Uji *Jarque Bera* Model Kedua



Lampiran 48. Hasil Uji Glejser Model Kedua

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.183908	Prob. F(5,54)	0.9675
Obs*R-squared	1.004605	Prob. Chi-Square(5)	0.9622
Scaled explained SS	1.278858	Prob. Chi-Square(5)	0.9371

Test Equation:

Dependent Variable: ARESID

Method: Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:11

Sample: 1 60

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.298380	0.506853	0.588691	0.5585
EFWA	0.063794	0.338755	0.188320	0.8513
PROF	0.151162	0.377189	0.400760	0.6902
SIZE	-0.017382	0.040844	-0.425580	0.6721
TANG	0.084763	0.119413	0.709827	0.4809
GROWTH	-0.000157	0.001111	-0.141150	0.8883

R-squared	0.016743	Mean dependent var	0.137164
Adjusted R-squared	-0.074299	S.D. dependent var	0.142244
S.E. of regression	0.147434	Akaike info criterion	-0.896238
Sum squared resid	1.173780	Schwarz criterion	-0.686803
Log likelihood	32.88714	Hannan-Quinn criter.	-0.814317
F-statistic	0.183908	Durbin-Watson stat	1.941137
Prob(F-statistic)	0.967499		

Lampiran 49. Hasil Uji *Durbin Watson* Model Kedua

N = 60 observasi

K = 5

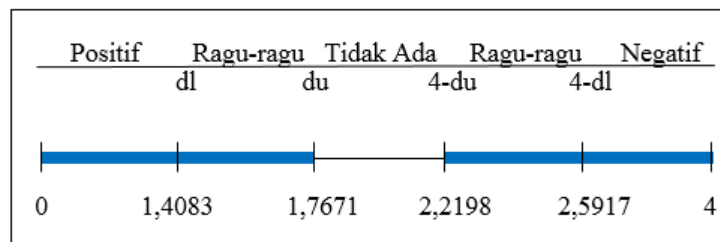
dl = 1,4083

du = 1,7671

4-du = 2,2198

4-dl = 2,5917

Durbin-Watson Stat. = 1,858914



Lampiran 50. Hasil Estimasi *Fixed Effect* Model Kedua Periode 1 Tahun Setelah Penawaran Perdana

Dependent Variable: LEV_IPO1

Method: Pooled Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:26

Sample: 1 15

Included observations: 15

Cross-sections included: 4

Total pool (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.179112	0.464983	-2.535817	0.0143
EFWA_IPO1	-2.724764	0.319605	-8.525421	0.0000
PROF_IPO1	-2.512191	0.355057	-7.075465	0.0000
SIZE_IPO1	0.185415	0.037242	4.978676	0.0000
TANG_IPO1	0.447964	0.115373	3.882748	0.0003
GROWTH_IPO1	0.004144	0.001708	0.827003	0.1188
Fixed Effects (Cross)				
_IPO--C	3.97E-16			
_IPO1--C	3.97E-16			
_IPO2--C	3.97E-16			
_IPO3--C	3.97E-16			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.719647	Mean dependent var	0.619487
Adjusted R-squared	0.675670	S.D. dependent var	0.243229
S.E. of regression	0.138519	Akaike info criterion	-0.978142
Sum squared resid	0.978558	Schwarz criterion	-0.663991
Log likelihood	38.34427	Hannan-Quinn criter.	-0.855260
F-statistic	16.36419	Durbin-Watson stat	2.013772
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 51. Hasil Estimasi *Fixed Effect* Model Kedua Pada Periode 2 Tahun Setelah Penawaran Perdana

Dependent Variable: LEV_IPO2

Method: Pooled Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:26

Sample: 1 15

Included observations: 15

Cross-sections included: 4

Total pool (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.782837	1.082373	-0.723260	0.4728
EFWA_IPO2	1.016529	0.722370	1.407213	0.1654
PROF_IPO2	-1.004737	0.758155	-1.325240	0.0110
SIZE_IPO2	0.130299	0.083252	1.565107	0.1237
TANG_IPO2	0.076503	0.219525	0.348496	0.7289
GROWTH_IPO2	0.001315	0.003749	0.000685	0.0273
Fixed Effects (Cross)				
_IPO--C	-1.26E-16			
_IPO1--C	-1.26E-16			
_IPO2--C	-1.26E-16			
_IPO3--C	-1.26E-16			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.358599	Mean dependent var	0.600560
Adjusted R-squared	0.226615	S.D. dependent var	0.270291
S.E. of regression	0.266670	Akaike info criterion	0.331872
Sum squared resid	3.626761	Schwarz criterion	0.646024
Log likelihood	6.956172	Hannan-Quinn criter.	0.454754
F-statistic	2.941652	Durbin-Watson stat	2.384392
Prob(F-statistic)	0.007851		

Lampiran 52. Hasil Estimasi *Fixed Effect* Model Kedua Pada Periode 3 Tahun Setelah Penawaran Perdana

Dependent Variable: LEV_IPO3

Method: Pooled Least Squares

Date: 03/18/19 Time: 09:27

Sample: 1 15

Included observations: 15

Cross-sections included: 4

Total pool (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.733137	0.732927	-2.364680	0.0219
EFWA_IPO3	2.135515	0.497753	4.290308	0.2671
PROF_IPO3	-4.176339	0.577903	-7.226716	0.0000
SIZE_IPO3	0.248431	0.058992	4.211301	0.0001
TANG_IPO3	0.298222	0.195796	1.523128	0.1339
GROWTH_IPO3	0.003310	0.001257	2.633728	0.0112
Fixed Effects (Cross)				
_IPO--C	-5.83E-16			
_IPO1--C	-5.83E-16			
_IPO2--C	-5.83E-16			
_IPO3--C	-5.83E-16			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.306577	Mean dependent var		0.739700
Adjusted R-squared	0.244864	S.D. dependent var		0.304177
S.E. of regression	0.205209	Akaike info criterion		-0.192092
Sum squared resid	2.147652	Schwarz criterion		0.122059
Log likelihood	5.762771	Hannan-Quinn criter.		-0.069210
F-statistic	1.634712	Durbin-Watson stat		2.544802
Prob(F-statistic)	0.010897			

Lampiran 53. Grafik *Trend* Penggunaan Hutang Perusahaan

<i>Firm</i>	IPO+1 (Rp)	IPO+2 (Rp)	IPO+3 (Rp)
ROTI	64.486.617.759	342.881.515.901	715.153.991.615
IPOL	498.930.029.008	434.830.425.840	367.409.699.403
ICBP	1.624.644.000.000	2.187.454.000.000	3.305.156.000.000
MBTO	37.418.152.790	46.766.782.179	53.950.225.983
ALDO	5.292.783.793	11.112.992.131	12.788.922.608
STAR	48.849.770.057	35.279.490.008	23.415.677.784
TRIS	17.015.308.237	20.640.577.850	18.882.652.361
WIIM	386.445.846.041	48.708.478.588	57.285.512.883
ISSP	502.185.000.000	566.712.000.000	569.554.000.000
SRIL	5.843.848.978.758	7.023.579.456.112	6.876.913.946.574
SMBR	65.320.455.000	63.320.455.000	955.881.605.000
SIDO	13.662.000.000	13.737.000.000	14.043.000.000
WTON	399.207.637.116	308.051.234.223	103.726.392.246
CINT	8.868.213.307	11.201.910.185	28.289.302.555
IMPC	183.084.699.423	715.852.729.729	672.651.930.077
Total	9.699.259.491.289	11.830.129.047.746	13.775.102.859.089

