

ABSTRAK

PENGARUH *EQUITY MARKET TIMING* TERHADAP STRUKTUR MODAL DENGAN MODERASI *FINANCIAL DISTRESS*

Oleh:

Dhimas Fuad Hassan
NIM. 135020301111096

Dosen Pembimbing: Imam Subekti, Ph. D., Ak., CA.

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi praktik *equity market timing* dalam penentuan struktur modal perusahaan yang terdaftar di BEI. Penelitian ini mencoba melakukan analisis lebih mendalam terkait dengan praktik *equity market timing* dengan cara menggunakan variabel moderasi *financial distress* dan mengidentifikasi efisiensi pasar selama periode observasi. Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel dan *moderating regressions analysis* (MRA) untuk mengetahui pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa praktik *equity market timing* tidak dilakukan oleh perusahaan jika hanya mempertimbangkan *mispricing*. Praktik *equity market timing* dilakukan oleh perusahaan jika kondisi keuangan mendekati titik *financial distress*. Temuan ini memberikan implikasi bahwa perusahaan memiliki kecenderungan untuk menggunakan dana investor untuk melunasi hutang bukan investasi. Hal ini sangat penting diketahui oleh investor untuk lebih berhati-hati dalam menilai saham perusahaan. Saham dengan nilai baik belum mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan karena adanya pengaruh moderasi *financial distress*.

Keywords : *Equity Market Timing, Capital Structure, Financial Distress, Efficient Market Hypothesis*

The aim of this study is to know the Equity Market Timing usage by manager of firm to make an ideal composition of capital structure after crisis in 2008. This study try to analyze a much deeper of Equity Market Timing with using a moderating variable and identified the market efficiency. Thus, the using set of them is to get the empirical evidence that representing the real condition. To do that, we examining financial data with using panel data regression analysis to examine the relationship between equity market timing and the capital structure. Then, we examining the moderating effect on relationship between equity market timing and the capital structure we use Moderating Regression Analysis (MRA). The result of this study found the empirical evidence that Indonesia Stock Exchange (IDX) is appropriate with the requirement of efficient market on weak form. This finding become the main reason of the of mispricing that not happen. This finding indicate that manager use a investor fund not to investment, but applied their fund to solving the problem of financial distress. The empirical evidence was very important for investor in order that considerably about financial health of the firms. If investor not considerably, they will lose their optimum return from their portfolio. Highest market value of equity is not a positive signal for investor cause of this evidence.

Keywords : *Equity Market Timing, Capital Structure, Financial Distress, Efficient Market Hypothesis*

1. Pendahuluan

Krisis ekonomi 2008 menyebabkan terjadinya penurunan kapitalisasi pasar pada Bursa Efek Indonesia. Data yang dilansir oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar di Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan yang drastis dari 2.000 triliun rupiah menjadi 1.200 triliun rupiah. Penurunan kapitalisasi pasar ini mengakibatkan pasar modal mengalami kelesuan. Hal ini disebabkan oleh perilaku investor yang cenderung menghindari risiko investasi pada perusahaan yang terdaftar di BEI seperti *risk aversion* dan *flight to quality*.

Perkembangan komposisi hutang dan ekuitas perusahaan setelah terjadinya krisis menunjukkan bahwa hutang perusahaan terus mengalami penurunan dan nilai ekuitas mengalami kenaikan. Struktur modal secara keseluruhan menunjukkan komposisi ekuitas sebesar 37% dan hutang sebesar 63%. Dominasi hutang dari tahun 2008 sampai 2016 terus mengalami penurunan dan proporsi ekuitas terus mengalami peningkatan. Hal ini sangat menarik untuk mengidentifikasi cara manajer dalam mengurangi jumlah hutang perusahaan

Perilaku manajer dalam menurunkan angka hutang perusahaan bisa dijelaskan dengan menggunakan teori *Equity Market Timing* yang menggunakan pendekatan perkembangan pasar. Hal ini dikarenakan BEI merupakan pasar modal yang sedang berkembang, sehingga memiliki kecenderungan terjadinya *mispricing* (Saad dan Siagian, 2011). Terjadinya *mispricing* merupakan akibat dari perilaku investor yang irasional dalam menilai harga saham. Perilaku irasional investor tersebut direspon secara rasional oleh manajer perusahaan dengan melakukan penerbitan saham ketika terjadi *mispricing* positif dan melakukan pembelian kembali saham ketika terjadi *mispricing* negatif (Baker dan Wurgler, 2002).

Teori *Equity Market Timing* yang dicetuskan oleh Baker dan Wurgler perlu untuk dikaji lebih lanjut mengingat banyak sekali perbedaan bukti empiris yang ditemukan di BEI. Bukti empiris yang dilakukan oleh beberapa peneliti di BEI menunjukkan bahwa manajer perusahaan dalam melakukan penyesuaian *leverage* tidak mengikuti prediksi dari teori *Equity Market Timing* (Felicia dan Saragih, 2015), (Sulistyowati, 2015), dan (Erna, 2012). Sementara itu bukti empiris yang menunjukkan bahwa perilaku manajer perusahaan mengikuti prediksi dari Teori *Equity Market Timing* ditemukan oleh (Saad dan Siagian, 2011), (Miswanto, 2012), (Rony dan Frensidi, 2012), dan (Rony, 2011).

Perbedaan bukti empiris tersebut mendorong peneliti untuk melakukan penelitian lebih mendalam dengan menggunakan variabel moderasi *financial distress*. Penggunaan variabel moderasi ini didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) yang melakukan pengujian pengaruh ukuran perusahaan terhadap *leverage*. Bukti empiris yang ditemukan menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran besar akan cenderung meningkatkan angka *leverage* jika tidak mengalami *financial distress*. Sementara itu, untuk perusahaan yang mengalami *financial distress* cenderung akan mengalami penurunan angka *leverage*. Berdasarkan bukti empiris tersebut, *financial distress* memiliki pengaruh moderasi negatif pada pengaruh ukuran perusahaan terhadap *leverage*. Selain itu, penelitian ini juga melakukan pengujian efisiensi pasar selama periode observasi

untuk mendapatkan hasil penelitian yang lebih baik. Hal ini sangat penting untuk dilakukan karena teori *Equity Market Timing* sangat erat kaitannya dengan efisiensi pasar.

Motivasi peneliti adalah untuk menganalisis praktik *Equity Market Timing* di BEI dan mengetahui praktik *Equity Market Timing* sebelum dan sesudah krisis ekonomi 2008. Proses analisis yang lebih mendalam, peneliti lakukan dengan melakukan pengujian efisiensi pasar selama periode observasi. Selain itu, peneliti juga termotivasi untuk menemukan variabel pembeda yang menyebabkan adanya perbedaan bukti empiris dari praktik *equity market timing*. Oleh karena itu, peneliti mengajukan pertanyaan penelitian: 1) Apakah Bursa Efek Indonesia (BEI) telah memenuhi syarat sebagai pasar efisien bentuk lemah?, 2) Apakah *equity market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan?, dan 3) Apakah *equity market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan diperkuat dengan *financial distress*?

2. Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

Teori yang peneliti gunakan sebagai landasan dalam menjawab pertanyaan penelitian adalah teori *Equity Market Timing* (Baker dan Wurgler, 2002), *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970), dan model prediksi *financial distress* (Altman, 2000). Berikut ulasan atas landasan teoritis yang peneliti gunakan untuk merumuskan hipotesis.

2.1 *Efficient Market Hypothesis*

Praktik *equity market timing* dipicu oleh adanya fenomena *mispricing*. Fenomena tersebut terjadi ketika adanya perbedaan antara nilai fundamental saham perusahaan dengan nilai pasar saham. Perbedaan tersebut disebabkan oleh banyak faktor, diantaranya adalah adanya informasi yang beredar, kecanggihan pelaku pasar dalam menginterpretasikan informasi tersebut (Fama, 1970) dan sentimen investor (Morck, Shleifer, dan Vishny, 1990) (Baker dan Wurgler, 2007). Ketiga faktor tersebut akan menjadi pemicu terjadinya permintaan dan penawaran saham sehingga terbentuklah harga saham pada titik ekuilibrium (Hartono, 2014). Jika pasar modal dalam kondisi tidak efisien, maka akan menimbulkan *mispricing*. Hubungan antara harga yang muncul di pasar dengan faktor faktor pembentuknya dapat dijelaskan dengan menggunakan *efficient market hypothesis*. Teori ini ditemukan oleh Fama (1970) dengan membaginya menjadi dua versi yaitu efisiensi pasar secara informasi dan efisiensi pasar secara pengambilan keputusan.

Penelitian ini menggunakan pengujian efisiensi pasar pada bentuk lemah secara informasi. Hal ini dikarenakan tujuan dari pengujian efisiensi pasar adalah untuk mengetahui ada atau tidaknya *mispricing*. Indikasi terjadinya *mispricing* pada pasar modal bisa diketahui jika pasar modal tidak efisien pada bentuk lemah secara informasi. Efisiensi pasar modal pada bentuk lemah akan tercapai jika harga saham terbentuk berdasarkan informasi fundamental perusahaan. Oleh karena itu, harga saham yang terbentuk pada pasar modal efisien bentuk lemah akan sangat bervariasi dan sesuai

dengan *Random Walk Theory*. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi *mispricing* yang bisa dikapitalisasi oleh manajer untuk melakukan praktik *equity market timing*.

Pasar modal yang tidak efisien biasanya terdapat pada pasar modal yang sedang berkembang seperti Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengujian secara empiris terkait efisiensi pasar di BEI pernah dilakukan oleh Kim dan Shamsuddin (2008) dan Hoque, Kim, dan Pyun, (2007) yang menemukan bukti empiris bahwa pasar modal tidak efisien pada bentuk setengah kuat. Selain itu hasil yang serupa juga ditemukan oleh Pranata dan Afianingsih (2002) yang menyatakan bahwa BEI tidak efisien pada bentuk setengah kuat baik secara informasi maupun secara pengambilan keputusan. Efisiensi pasar tersebut sudah diuji pada level yang lebih tinggi dari pada bentuk lemah. Sehingga perlu dilakukan pengujian efisiensi pasar bentuk lemah untuk mendapatkan bukti empiris yang lebih sederhana. Selain itu, pengujian efisiensi pasar bentuk lemah sudah cukup untuk memenuhi kebutuhan peneliti dalam rangka mengidentifikasi adanya *mispricing* di BEI untuk menguatkan praktik *equity market timing*.

H1: Bursa Efek Indonesia tidak memenuhi syarat pasar efisien pada bentuk lemah secara informasi

2.2 *Equity Market Timing*

Teori *Equity Market Timing* merupakan pengembangan dari 2 teori struktur modal dinamis. Teori struktur modal dinamis yang pertama adalah teori yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa keputusan penentuan struktur modal perusahaan bersifat dinamis terhadap manajer rasional, investor rasional, dan *adverse selection cost*. Manajer dan investor bersikap rasional atas fenomena pasar dan kebutuhan bisnis perusahaan. Investor akan bereaksi secara rasional atas setiap perubahan kondisi pasar. Namun, reaksi rasional tersebut dapat berpotensi menimbulkan *adverse selection cost* karena adanya asimetri informasi di pasar. Reaksi rasional investor menjadi fenomena yang dapat dijadikan dasar dalam penentuan struktur modal optimal perusahaan.

Bukti empiris dari penelitian yang dilakukan Myers dan Majluf (1984) telah diperkuat oleh temuan Lucas dan Mc Donald (1990), Korajczyk, Lucas, dan McDonald (1992), Choe, Masulis, dan Nanda (1993) yang menyatakan bahwa *adverse selection cost* menjadi faktor penentu dalam pembentukan atau pelepasan struktur modal. *Adverse selection cost* yang terjadi harus dikurangi dengan cara melakukan penerbitan informasi akuntansi yang dapat digunakan oleh investor. Korajczyk et al. (1991) asimetri informasi bisa dikurangi dengan melakukan penerbitan informasi akuntansi untuk menyajikan nilai fundamental perusahaan.

Baker dan Wurgler (2002) menambahkan teori struktur modal dinamis versi kedua yang menyatakan bahwa manajemen menganggap bahwa investor bertindak secara tidak rasional dan manajer menerbitkan saham pada saat biaya modal sedang rendah. Hal ini bisa digambarkan dengan banyaknya variasi *market to book ratio* yang disebabkan karena adanya persepsi manajer dalam menyikapi *mispricing*. Versi kedua inilah yang akan menjadi fokus dalam penelitian ini.

Perbedaan bukti empiris teori *equity market timing* terjadi karena pengujian dilakukan pada pasar modal yang sudah maju seperti di Amerika Serikat dan pada pasar modal yang masih berkembang. Praktik *equity market timing* dilakukan karena adanya perilaku oportunis manajer untuk

mengkapitalisasi fenomena *mispricing* yang terjadi (Baker dan Wurgler, 2002). Sementara itu, fenomena *mispricing* kemungkinan besar terjadi hanya pada pasar modal yang sedang berkembang karena kondisi pasar yang tidak efisien. Selain itu, objek penelitian yang peneliti gunakan adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang merupakan pasar modal berkembang.

H2: Praktik *equity market timing* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan

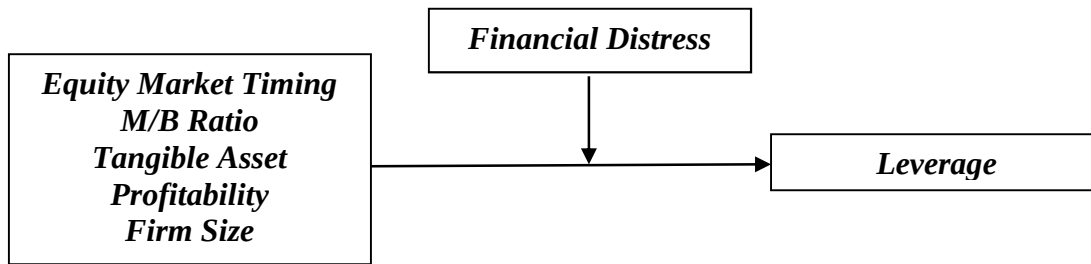
2.3 *Financial Distress*

Financial Distress merupakan tanda tanda perusahaan akan bangkrut maupun dilikuidasi. Penyebab terjadinya *financial distress* secara internal adalah menurunnya profitabilitas perusahaan (Platt dan Platt, 2002). Perusahaan yang mengalami *financial distress* sangat membutuhkan suntikan dana yang bukan berasal dari hutang. Oleh karena itu, sumber pendanaan yang paling dibutuhkan oleh perusahaan adalah sumber dari ekuitas. Namun demikian, perusahaan yang sedang mengalami *financial distress* memiliki kesulitan dalam melakukan penerbitan ekuitas karena pasti akan direspon negatif oleh investor rasional. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan Altman Z-Score untuk mengukur tingkat kesehatan keuangan perusahaan. Z-Score diukur dengan menggunakan rasio Rasio Modal Kerja terhadap Total Aktiva, Rasio Laba Ditahan terhadap Total Aktiva, Rasio EBIT terhadap Total Aktiva, Nilai Pasar Ekuitas terhadap Nilai Buku Hutang, dan Penjualan terhadap Total Aktiva (Altman, 2000).

Perusahaan yang mengalami *financial distress* memiliki tingkat *leverage* yang sangat tinggi. Hal ini tentu akan mengakibatkan keputusan struktur modal menjadi tidak fleksibel. Perusahaan ketika akan melakukan penjualan saham saat terjadi *mispricing* tentu akan kesulitan. Hal ini dikarenakan nilai pasar perusahaan menurun seiring dengan terlihatnya indikasi *financial distress*. Indikasi yang muncul dari perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah laba bersih perusahaan yang negatif selama beberapa tahun (Hofer, 1980) dan (Whitaker 1999), penghapusan pencatatan saham karena penurunan kinerja (Hadi dan Anggraeni, 2008), pemberhentian tenaga kerja atau menghilangkan pembayaran dividen (Lau, 1987) dan (Hill et al., 1996), dan modal kerja negatif selama tahun berjalan (McKeown et al., 1991), (Hopwood et al., 1994), dan (Mutchler et al., 1997). Indikasi perusahaan mengalami *financial distress* diatas, menunjukkan bahwa perusahaan sangat membutuhkan dana dari investor untuk mengatasi tersebut. Cara yang paling tepat untuk mendapatkan dana dari investor adalah melalui penerbitan saham untuk menekan angka *leverage*.

H3: *Financial distress* memperkuat pengaruh *equity market timing* terhadap struktur modal

Gambar 1
Kerangka Teoritis



3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2008 sampai dengan 2016. Sampel ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: 1) Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 sampai tahun 2016, 2) Perusahaan menerbitkan laporan tahunan (*annual report*) secara periodik yang berakhir pada tanggal 31 Desember. Pada umumnya, tahun buku berakhir pada 31 Desember, sehingga seleksi sampel ini bertujuan agar semua data sampel penelitian dapat diperbandingkan karena memiliki kriteria yang sama, 3) Perusahaan menyediakan data laporan keuangan lengkap untuk tahun 2012 sampai tahun 2016. Data yang digunakan adalah data laporan keuangan yang diakses melalui *website data base* bisnis dan keuangan www.osiris.bvdinfo.com dan yahoo.finance.com.

3.1 Operasionalisasi variabel

Penelitian ini melibatkan empat kelompok variabel, yaitu variabel dependen variabel independen, variabel moderasi, dan variabel kontrol, rincianya adalah sebagai berikut:

3.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Struktur modal merupakan sumber pendanaan bagi keberlangsungan hidup perusahaan. Komposisi struktur modal terdiri dari kombinasi antara hutang jangka panjang dan ekuitas (Brigham dan Ehrhardt, 2005:547). Struktur modal dapat diproksikan dengan *leverage* keuangan yang merupakan ukuran tentang seberapa besar total utang yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivasnya. *Leverage* dapat diukur dengan menggunakan *book leverage* dan *market leverage* (Baker & Wurgler, 2002; Kayhan & Titman, 2007; Mahajan & Tartaroglu, 2008). *Book leverage* menunjukkan seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai dengan menggunakan utang. Dengan mengacu pada Baker & Wurgler (2002), Kayhan & Titman (2007), dan Mahajan & Tartaroglu (2008), penelitian ini menggunakan *book leverage*.

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Equity Market Timing*. *Equity Market Timing* merupakan proses pembentukan struktur modal yang berasal dari akumulasi proses kapitalisasi *mispricing* pada masa lalu (Baker dan Wurgler, 2002). Proksi dari *Equity Market Timing* adalah *external finance weighted-average market-to-book ratio* (M/B_{efwa}). Variabel ini digunakan oleh Baker dan Wurgler untuk melihat usaha dari suatu perusahaan dalam melakukan *equity market timing*. Cara menghitung (M/B_{efwa}) menurut Baker dan Wurgler (2002) adalah sebagai berikut:

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

Keterangan:

M = Nilai Buku Aset – Nilai Buku Saham + (Harga per Lembar Saham
× Jumlah Saham yang Beredar)

B = Nilai Buku Aset

e = Δ Nilai Buku Saham – Δ Nilai Laba Ditahan

d = Δ Nilai Buku Hutang

r = Periode sampel (Tahun 2009 sampai dengan Tahun 2016)

s = Periode Observasi

3.1.3 Variabel Moderasi

Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *financial distress* yang diukur dengan menggunakan Altman Z score. Altman Z score merupakan model pengukuran kebangkrutan perusahaan dengan menggunakan rasio keuangan (Altman, 2000). Model nya adalah sebagai berikut:

$$\text{Indeks Kebangkrutan} = \alpha + \beta_1 \frac{WC}{TA} + \beta_2 \frac{RE}{TA} + \beta_3 \frac{EBIT}{TA} + \beta_4 \frac{MVE}{BVD} + \beta_5 \frac{S}{TA}$$

3.1.4 Variabel Kontrol

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah Rasio Nilai Pasar Saham terhadap Nilai Buku Saham, *Collateral*, *Profitability*, dan *Firm Size*. Variabel kontrol ini dipilih karena merefleksikan kondisi *leverage* perusahaan. Baker dan Wurgler (2002) dan Saad dan Siagian (2010) juga menggunakan variabel kontrol ini

3.2 Analisis Data

Analisis data pada penelitian ini menggunakan uji runtu dan *one sample t-test* untuk menguji efisiensi pasar pada bentuk lemah, *multiple discriminant analysis* (MDA) untuk mengetahui Z-Score perusahaan, analisis regresi data panel, dan *moderating regressions analysis*.

3.2.1 Pengujian Pasar Efisien pada Bentuk Lemah

Efisiensi pasar bentuk lemah dianalisis dengan menggunakan uji runtun harga saham setiap perusahaan pada setiap tahun untuk mengetahui efisiensi pasar setiap perusahaan. Sementara itu, untuk mengetahui efisiensi pasar secara keseluruhan, maka dilakukan analisis atas efisiensi pasar semua perusahaan dengan menggunakan *one sample t-test*.

3.2.2 Multiple Discriminant Analysis (MDA)

Analisis MDA digunakan untuk mengetahui nilai Z-Score perusahaan. Nilai Z-Score akan digunakan sebagai proksi dari *financial distress* yang menjadi variabel moderasi pada hubungan antara *equity market timing* terhadap *leverage*. Model yang digunakan dalam uji MDA adalah model dari Altman (2000), berikut modelnya (persamaan 1):

$$\text{Indeks Kebangkrutan} = \alpha + \beta_1 \frac{WC}{TA} + \beta_2 \frac{RE}{TA} + \beta_3 \frac{EBIT}{TA} + \beta_4 \frac{MVE}{BVD} + \beta_5 \frac{S}{TA}$$

3.2.3 Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi data panel digunakan untuk menguji hubungan antara *equity market timing* terhadap *leverage*. Regresi data panel digunakan karena struktur data yang diuji merupakan kombinasi antara data *time series* dan *corsection*. Pada penelitian ini, analisis data panel difokuskan untuk menguji pengaruh selama 5 tahun. Berikut modelnya (persamaan 2):

$$LEV = \alpha + \beta_1 \frac{M}{B}_{efwa_{t-1}} + \beta_2 \frac{M}{B}_{t-1} + \beta_3 \frac{PPE}{A}_{t-1} + \beta_4 \frac{EBITDA}{A}_{t-1} + \beta_5 \ln S_{t-1} + \varepsilon_t$$

3.2.4 Moderating Regressions Analysis (MRA)

Analisis MRA digunakan untuk mengetahui pengaruh moderasi *financial distress* pada hubungan *equity market timing* terhadap *leverage*. MRA pada penelitian ini menggunakan variabel moderasi dengan kedudukan sebagai *pure moderator*. *Pure moderator* diuji dengan menggunakan regresi interaksi antara variabel independen dan variabel moderasi tanpa menjadikan variabel moderasi sebagai variabel independen (Ghozali, 2011). Interaksi variabel moderasi ditentukan dengan uji nilai selisih mutlak. Pengujian ini telah dilakukan oleh Frucot dan Shearon (1991) dengan pertimbangan bahwa ekspekatsi sebelumnya berhubungan dengan kombinasi antara X1 dan X2 dan berpengaruh terhadap Y. Berikut modelnya (persamaan 3):

$$LEV = \alpha + \beta_1 \frac{M}{B}_{efwa_{t-1}} + \beta_3 \text{ABS} \beta_1 \frac{M}{B}_{efwa_{t-1}} - \beta_2 \text{Z-Score}_1 + \beta_4 \frac{M}{B}_{t-1} + \beta_5 \frac{PPE}{A}_{t-1} + \beta_6 \frac{EBITDA}{A}_{t-1} + \beta_7 \ln S_{t-1} + \varepsilon_t$$

4. Hasil dan Diskusi

Penelitian ini menggunakan sampel penelitian yang diperoleh melalui kriteria sebagai berikut:

Tabel 1

Perolehan Sampel Penelitian	
Kriteria Seleksi	Jumlah
Perusahaan Non-Kuangan	464
Perusahaan yang menyajikan data laporan keuangan lengkap mulai dari tahun 2009 s.d. 2017	(225)
Total Sampel	239

Sampel yang diperoleh digunakan untuk pengujian efisiensi pasar bentuk lemah di BEI, penentuan model diskriminan untuk mengetahui status *financial distress* perusahaan, dan pengujian pengaruh praktik *equity market timing* terhadap struktur modal perusahaan.

4.1 Efisiensi Pasar dan Mispricing

Bursa Efek Indonesia terbukti secara empiris telah memenuhi kriteria pasar efisien pada bentuk lemah secara informasi. Harga saham yang terbentuk selaras dengan *Random Walk Theory* yang menjelaskan bahwa harga saham akan terbentuk dengan pola acak yang independen. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham sekarang tidak memiliki keterkaitan dengan harga historis (Brealy, et. al, 2005).

Tabel 2. Hasil uji efisiensi pasar bentuk lemah.

No	Tahun	Signifikansi	Status Efisiensi
1	2012	0.319	Efisien Bentuk Lemah
2	2013	0.159	Efisien Bentuk Lemah
3	2014	0.318	Efisien Bentuk Lemah
4	2015	0.319	Efisien Bentuk Lemah
5	2016	0.159	Efisien Bentuk Lemah

Berdasarkan hasil tersebut, maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa Bursa Efek Indonesia tidak memenuhi kriteria pasar efisien pada bentuk lemah dapat ditolak. Bursa Efek Indonesia terbukti secara empiris telah memenuhi kriteria pasar efisien pada bentuk lemah secara informasi. Harga saham yang terbentuk selaras dengan *Random Walk Theory* yang menjelaskan bahwa harga saham akan terbentuk dengan pola acak yang independen. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham sekarang tidak memiliki keterkaitan dengan harga historis (Brealy, et. al, 2005).

Kondisi pasar efisien menunjukkan bahwa informasi fundamental perusahaan direspon secara tepat oleh investor. Hal ini mengakibatkan harga saham yang terbentuk tidak mengakibatkan terjadinya *mispricing*. *Mispricing* merupakan faktor pemicu dilakukannya praktik *equity market timing* oleh manajer perusahaan (Baker dan Wurgler, 2002). Adanya *mispricing* menjadi motivasi bagi manajer perusahaan untuk menentukan struktur modal berdasarkan perkembangan pasar.

4.2 Equity Market Timing tidak Berlaku pada Pasar Efisien

Hasil uji regresi pada tabel 3 menunjukkan bahwa variabel independen *equity market timing* yang diproksikan dengan MBEFWA tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen *Leverage*. Nilai signifikansi MBEFWA sebesar (0.322) dengan koefisien negatif. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara MBEFWA dengan *Leverage* merupakan hubungan negatif tetapi tidak signifikan. Oleh karena itu, Hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *equity market timing* berpengaruh negatif terhadap *leverage* dapat ditolak

Tabel 3. Hasil uji regresi pengaruh *Equity Market Timing* terhadap *Leverage*

Variabel Independen	Koefisien	Signifikansi	Status
Konstanta	-.0008487	0.000	
MBEFWA	-.0026408	0.322	Tidak Berpengaruh
MB	.3387048	0.467	Tidak Berpengaruh
COLLATERAL	-1.008953	0.000	Berpengaruh
PROFITABILITY	.3124111	0.000	Berpengaruh
SIZE	-3.725566	0.000	Berpengaruh

Temuan ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Froot, Scharfstein, dan Stein, (1993), Chevalier dan Scharfstein (1996), Campello,(2003), Almeida, Campello, dan Weisbach (2004). Secara aktual praktik *equity market timing* sulit untuk dilakukan jika hanya mempertimbangkan terjadinya *mispricing* saja seperti yang dikemukakan oleh Baker dan Wurgler (2002). De Angelo, De Angelo, dan Stulz (2009) menemukan bukti bahwa *mispricing* tidak menjadi motivasi utama bagi manajer dalam menerbitkan saham. Manajer cenderung akan melakukan penerbitan saham hanya untuk memenuhi kebutuhan kas jangka pendek. Hasil ini juga selaras dengan penelitian yang menggunakan objek Bursa Efek Indonesia yang dilakukan oleh Felicia dan Saragih, (2015), Sulistyowati (2015), dan (Erna, 2012).

Secara aktual, praktik *equity market timing* dapat dikaitkan dengan aktivitas penerbitan saham ketika perusahaan memiliki rasio *market to book* yang tinggi dan melakukan pembelian kembali saham yang beredar ketika rasio *market to book* rendah. Ketika manajer perusahaan akan melakukan penerbitan saham, biaya yang dikeluarkan sangatlah besar. Oleh karena itu, penerbitan saham harus diikuti dengan rencana investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sementara itu, Praktik pembelian kembali saham yang beredar seperti yang dijelaskan dalam teori *Equity Market Timing* tentu juga akan sangat sulit dilakukan. Praktik pembelian kembali saham justru memberikan banyak dampak negatif terhadap perusahaan. Froot, Scharfstein, dan Stein, (1993), Chevalier dan Scharfstein (1996), Campello,(2003), dan Almeida, Campello, dan Weisbach (2004) menemukan bukti empiris bahwa pembelian kembali saham yang beredar akan mengurangi jumlah kas perusahaan yang tersedia. Selain itu, pembelian kembali saham yang beredar juga mengakibatkan perusahaan menjadi tidak kompetitif lagi di pasar modal.

Faktor lain yang menyebabkan praktik *equity market timing* tidak dilakukan oleh manajer adalah karena BEI telah memenuhi syarat pasar efisien pada bentuk lemah. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak terjadi *mispricing* yang dapat dikapitalisasi oleh manajer. Hal ini selaras dengan bukti empiris yang ditemukan oleh Baker dan Wurgler (2002) yang menyatakan bahwa praktik *equity market timing* hanya bisa dilakukan pada pasar modal yang tidak efisien.

4.3 Pengaruh Moderasi Financial Distress pada Praktik Equity Market Timing.

Hasil uji regresi menunjukkan variabel independen *equity market timing* yang diproksikan dengan MBEFWA memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Nilai signifikansi sebesar 0.001 dengan koefisien negatif. Pengaruh yang signifikan tersebut disebabkan oleh penggunaan variabel moderasi murni dengan menggunakan variabel ABS_GAP yang merupakan selisih absolut antara MBEFWA dan *Financial Distress* yang diproksikan dengan Z-Score. Variabel moderasi selisih absolut ABS_GAP juga mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Nilai signifikansi sebesar 0.001 dengan koefisien negatif. Oleh karena itu, hipotesis 3 yang menyatakan bahwa pengaruh negatif *equity market timing* terhadap *leverage* diperkuat oleh *financial distress* dapat diterima.

Tabel 4. Hasil uji regresi pengaruh *Equity Market Timing* terhadap *Leverage* dengan moderasi *Financial Distress*

Variabel Independen	Koefisien	Signifikansi	Status
Konstanta	-3.711638	0.000	
MBEFWA	-.0046369	0.001	Berpengaruh
ABS_GAP	-.0048939	0.001	Berpengaruh
MB	.0015677	0.676	Tidak Berpengaruh
COLLATERAL	.3512030	0.000	Berpengaruh
PROFITABILITY	-1.099889	0.000	Berpengaruh
SIZE	.3127128	0.000	Berpengaruh

Hasil penelitian ini selaras dengan hasil yang diperoleh oleh Rajan dan Zingales (1995) yang menyatakan bahwa *financial distress* memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*. Manajer perusahaan akan cenderung mengurangi angka *leverage* ketika perusahaan mengalami *financial distress*. Upaya manajer untuk menekan angka *leverage* ketika terjadi *financial distress* adalah dengan menggunakan instrumen pendanaan yang tidak berasal dari hutang. Hal tersebut bisa dilakukan dengan melakukan penerbitan saham.

Perilaku manajer dalam melakukan praktik *equity market timing* dengan mempertimbangkan kondisi *financial distress* menunjukkan bahwa teori struktur modal dinamis versi pertama yang berlaku. Teori struktur modal dinamis merupakan pangkal dari adanya teori *Equity Market Timing* (Baker dan Wurgler, 2002). Teori struktur modal dinamis yang pertama adalah teori yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa keputusan penentuan struktur

modal perusahaan bersifat dinamis terhadap manajer rasional, investor rasional, dan *adverse selection cost*. Manajer dan investor bersikap rasional atas fenomena pasar dan kebutuhan bisnis perusahaan. Investor akan bereaksi secara rasional atas setiap perubahan kondisi pasar. Namun, reaksi rasional tersebut dapat berpotensi menimbulkan *adverse selection cost* karena adanya asimetri informasi di pasar. Reaksi rasional investor menjadi fenomena yang dapat dijadikan dasar dalam penentuan struktur modal optimal perusahaan.

Investor rasional terbukti secara empiris ketika BEI memenuhi kriteria pasar efisien pada bentuk lemah secara informasi. Atas kondisi tersebut, manajer bertindak secara rasional yang terbukti secara empiris ketika manajer hanya menerbitkan saham ketika perusahaan mengalami *financial distress*. Namun pada penelitian ini, *adverse selection cost* masih belum dilakukan pengujian. Sehingga sangat sulit untuk disimpulkan bahwa manajer hanya menggunakan *equity market timing* untuk menekan angka *leverage* perusahaan.

5. Kesimpulan, Implikasi, dan Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan serangkaian hasil pengujian statistik dan kajian teoritis, maka ikhtisar penelitian ini adalah sebagai berikut:

5.1 Kesimpulan

MBEFWA yang menjadi proksi dari praktik *equity market timing* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Hubungan MBEFWA terhadap *leverage* bertolak belakang dengan hasil yang diperoleh Baker dan Wurgler (2002). Namun, pengaruh ketiga variabel kontrol masih selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) yang menguji pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap *leverage* perusahaan yang menjadi proksi struktur modal pada penelitian ini.

Variabel interaksi antara *equity market timing* dan *financial distress* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Sementara itu, variabel lain tetap memberikan pengaruh signifikan terhadap *leverage* kecuali variabel rasio nilai pasar terhadap nilai buku. Interpretasi pengaruh variabel interaksi dapat dijelaskan dengan menggunakan *Z-Score* yang merupakan proksi dari *financial distress*. Jika perusahaan memiliki nilai *Z-Score* tinggi, maka manajer perusahaan akan lebih memilih menggunakan instrumen pendanaan dari hutang karena tidak berpotensi menyebabkan *financial distress*. Sementara itu, jika nilai *Z-Score* rendah maka manajer perusahaan akan lebih memilih menghindari instrumen pendanaan yang berasal dari hutang dan lebih memilih menggunakan instrumen ekuitas melalui penerbitan saham. Oleh karena itu, variabel interaksi antara *equity market timing* dan *financial distress* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*.

5.2 Implikasi

Hasil pengujian semua hipotesis menegaskan bahwa fenomena *mispricing* bukan menjadi satu satunya pemicu praktik *equity market timing*. Temuan ini menjadi sangat kuat ketika pasar dalam kondisi efisien pada bentuk lemah, tidak menyebabkan manajer perusahaan melakukan praktik *equity*

market timing. Tetapi saat perusahaan mengalami *financial distress*, manajer cenderung melakukan praktik *equity market timing*. Hal ini menunjukkan bahwa manajer cenderung melakukan penerbitan saham untuk menutupi kebutuhan biaya modal. Sementara itu, manajer perusahaan dengan kondisi keuangan yang baik lebih memilih menggunakan pendanaan dari hutang.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada pengujian efisiensi pasar yang hanya menggunakan pengujian bentuk lemah. Hal ini menyebabkan reaksi pasar diantara tanggal aksi korporasi tidak bisa diketahui. Selain itu, pengujian pasar efisien juga tidak menggunakan *return* saham, sehingga hasil pengujian kurang mencerminkan kondisi yang sebenarnya. Pada pengujian efisiensi pasar bentuk lemah, aspek penting yang perlu untuk diketahui adalah ada atau tidaknya *mispricing*, hal ini sudah tidak relevan lagi jika digunakan sebagai dasar dalam melakukan praktik *equity market timing*. Hartono (2014:597) menjelaskan bahwa konsep efisiensi pasar yang hanya membandingkan antara nilai instrinsik dengan nilai pasar sudah tidak relevan lagi, karena investor lebih menyukai aspek ketepatan dan akurasi *return* yang diharapkan.

Keterbatasan lain dalam penelitian ini adalah penggunaan *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) tanpa menggunakan metode *Stepwise*. Hal ini bisa berakibat pada rendahnya kekuatan dan keakurasian prediksi MDA. Selain itu, penggunaan variabel kontrol lain seperti *EBIT*, *Common Dividen*, *Depreciation*, dan *Research and Development* yang disarankan oleh Baker dan Wurgler (2002) belum dilakukan pengujian. Pada aspek sampel dan seri waktu, penelitian ini masih menggunakan periode yang cukup pendek. Hal ini menyebabkan presistensi praktik *equity market timing* masih belum teruji dengan baik.

Referensi

- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M., 2004. *The cash flow sensitivity of cash*. Journal of Finance 59, 1777–1804.
- Altman, Edward. 2000. *Predicting Financial Distress Of Companies: Revisiting The Z-Score And Zeta*. Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance. 5. 10.4337/9780857936097.00027.
- Baker, M. P, dan Wurgler, J. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. Journal of Finance (57), 1-32. Akses dari: <https://scholar.google.com/citations?user=BvibPpgAAAAJ&hl=en>
- Baker, M. P. and Wurgler, J. 2007. *Investor Sentiment in the Stock Market*. Journal of economic perspectives, 21(2), 129-152.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. and Allen, F. 2005. *Corporate Finance: 8th Edition*. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Brigham, E.F., Ehrhardt, M.C. (2005). *Financial Management Theory And Practice*. Eleventh Edition, South Western Cengage Learning, Ohio.
- Campello, M., 2003. *Capital structure and product markets interactions: evidence from business cycles*. Journal of Financial Economics 68, 353–378
- Chevalier, J., Scharfstein, D., 1996. *Capital-market imperfections and countercyclical markups: theory and evidence*. American Economic Review 86, 703–725.

- Choe, H., Masulis, R. W., Nanda, V. 1993. *Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence*. Journal of Empirical finance. 1(1). 3-31
- Danupranata, Gita dan Nur Afianingsih. (2003). *Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat secara Keputusan Akibat Pengumuman Dividen Meningkat di Bursa Efek Jakarta*. Laporan Penelitian. Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. M. 2010. *Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle*. Journal of Financial Economics. 95(3). 275-295
- Erna, S.C., 2012. *Implikasi Market Timing pada Struktur Modal Perusahaan*. Jurnal Manajemen Volume XVI, No. 01, Halaman: 1-16
- Fama, E.F. 1970. *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. The journal of Finance, 25(2), 383-417
- Felicia dan Saragih., F.D., 2015. *Analisis Pengaruh Market Timing terhadap Struktur Modal Perusahaan non-K keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Administrasi dan Bisnis Vol. 11, No.2 hal 101-116
- Froot, K., Scharfstein, D., Stein, J., 1993. *Risk management: coordinating corporate investment and financing policies*. Journal of Finance 48, 1629–1658.
- Frucot, V., dan W.T. Shearon. 1991. *Budgetary Participation, Locus Of Control and Mexican Managerial Performance and Job Satisfaction*. The Accounting Review. Januari, Hal: 80-89.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 19(edisi kelima)*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hadi, S, Anggraeni A. (2008). *Pemilihan prediktor terbaik, perbandingan antara the zmijewski model, the altman model dan the springate model*. Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia, Vol 12 No 2, Desember 2008.
- Hartono, J. (2013). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Kedelapan*. Yogyakarta: BPFE- Yogyakarta.
- Hill, N. T., S. E. Perry, dan S. Andes. (1996). *Evaluating firms in financial distress: an event history analysis*. Journal of Applied Business Research 12(3): 60-71.
- Hofer, C. W. 1980. *Turnaround Strategies*. Journal of Business Strategy. 1(1). 19-31. Akses dari: <https://doi.org/10.1108/eb038886>
- Hopwood, W., McKeown, J. and Mutchler, J. 1994. *A reexamination of auditor versus model accuracy within the context of the going-concern opinion decision*. Contemporary Accounting Research, Vol. 10 No. 2, pp. 409–31.
- Hoque, H., Pyun, C., & Kim, J. (2007). *A Comparison of Variance Ratio Test of Random Walk: A Case of Asian Emerging Stock Market*. International Review of Economics and Finance (16), 488-502.
- Kayhan, A., dan Titman, S. 2007. *Firms' histories and their capital structures*. Journal of financial Economics. 83(1). 1-32
- Kim, J., & Shamsuddin, A. (2008). *Are Asian Stock Market Efficient? Evidence from New Multiple Variance Ratio Test*. Journal of Empirical Finance (15), 518-532.
- Korajczyk, et. al. 1991. *The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues*. Review of Financial Studies. 4. 685-708. 10.1093/rfs/4.4.685.
- Korajczyk, R. A., Lucas, D. J., dan McDonald, R. L. 1992. *Equity issues with time-varying asymmetric information*. Journal of financial and quantitative analysis. 27(3). 397-417.

- Lau, A. H. (1987). *A five state financial distress prediction model*. Journal of Accounting Research 25: 127-138.
- Lucas, D. J., dan McDonald, R. L. 1990. *Equity issues and stock price dynamics*. Journal of Finance. 45(4). 1019-1043
- Mahajan, A., dan Tartaroglu, S. 2008. *Equity market timing and capital structure: International evidence*. Journal of Banking & Finance. 32(5). 754-766
- McKeown, J., Mutchler, J. and Hopwood, W. 1991. *Towards an explanation of auditor failure to modify the audit opinion of bankrupt companies*. Auditing: A Journal of Practice and Theory, Vol. 10 (Supplement), pp. 1-13.
- Miswanto, 2012. *Equity Market Timing dan Presistensinya pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia*. Prosiding Seminar Nasional & Call for Paper Forum Manajemen Indonesia ke-4. (n.p.). diakses dari: stieykpn.ac.id
- Morck, R., A. Shleifer, & R. Vishny (1990). *The Stock Market and Investment: Is The Market a Side-Show?*. Brookings Papers on Economic Activity, 2, 157-215.
- Mutchler, J., Hopwood, W. and McKeown, J. 1997. *The influence of contrary information and mitigating factors on audit opinion decision on bankrupt companies*. Journal of Accounting Research, Vol. 35 No. 2, pp. 295-310.
- Myers, S. C., dan Majluf, N.S., 1984. *Corporate Financing & Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have*. Journal of Financial Economics. 13. 187-221.
- Platt, H. D., Platt, M. B. 2002. *Predicting corporate financial distress: reflections on choice-based sample bias*. Journal of Economics and Finance. 26(2). 84-199
- Rajan, R.G., & Zingales, L. 1995. *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*. The Journal of Finance, 50(5), 1421-1460.
- Rony, I.S., 2012. *An Empirical Study on Market Timing Theory of Capital Structure*. International Research Journal of Business Studies vol. IV no. 02
- Rony, I.S., dan Frensidy, B., 2012. *Empirical Tests for Market Timing Theory of Capital Structure in Indonesia Stock Exchange*. Paper submitted to the 20th Annual Conference on Pasific Basic Finance, Economis, Accounting and Management 8-9 September 2012, Rutgers University, USA. (n.p)
- Saad, M. D., dan Siagian, H. (2011). *Sentimen Investor, Kendala Keuangan, dan Equity Market Timing*. Jurnal Keuangan dan Perbankan Perbanas, 13(1)
- Sulistyowati, C., 2015. *Equity Market Timing dan Struktur Modal pada Perusahaan Keluarga di Indonesia*. Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia Vol. 2, Nomor 2
- Whitaker, B. W. 1999. *The Early Stages of Financial Distress*. Journal of Economics and Finance. 23(2). 123-133. Akses dari: <https://doi.org/10.1007/BF02745946>

Appendix

A. Persamaan dari pengujian *multiple discriminant analysis*:

Tabel *Canonical discriminant function coefficients*

	function1
X1	4.903339
X2	-.0119666
X3	2.413616
X4	-.0186152
X5	.0650319
_cons	-1.164208

Sesuai tabel tersebut, maka diperoleh persamaan

$$\text{Z-Score} = -1.164208 + 4.903339(\text{WC/TA}) - 0.0119666(\text{RE/TA}) + 2.413616(\text{EBIT/TA}) - 0.0186152(\text{MVE/BVD}) + 0.0650319(\text{S/TA})$$

Pengelompokan perusahaan yang mengalami *financial distress* dan yang tidak ditentukan berdasarkan dengan nilai *Z-Score*. Jika nilai *Z-Score* lebih dari -1.28018 maka perusahaan mengalami *financial distress* dan jika nilai nya lebih dari 0.35955 maka perusahaan tidak mengalami *financial distress*. Parameter tersebut diperoleh melalui rata rata grup seperti yang disajikan dalam tabel dibawah ini:

Y	function1
0	.3595513
1	-1.280186

B. Hasil uji runtun harga saham setiap perusahaan selama 5 tahun

Uji runtun dilakukan untuk mengetahui efisiensi pasar pada bentuk lemah. Data yang digunakan adalah harga saham harian selama 5 tahun (2012 s.d. 2016), berikut hasilnya (jika lebih dari 0.025 harga saham tidak efisien, jika kurang dari 0.025 maka harga saham efisien):

Kode Perusahaan	Sig. (2-tailed) 2012	Sig. (2-tailed) 2013	Sig. (2-tailed) 2014	Sig. (2-tailed) 2015	Sig. (2-tailed) 2016
AALI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ABBA	0.00	0.00	0.00		-
ACES	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ADES	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ADHI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ADMG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ADRO	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AISA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AKPI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AKRA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ALKA	0.00	0.00		0.00	0.00
ALMI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AMFG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AMRT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ANTM	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
APLI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ARTI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

ASGR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ASII	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ASRI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AUTO	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BAPA	0.00	0.00	0.00		
BATA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BAYU	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BIPP		0.00	0.00	0.00	0.00
BISI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BKSL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BMTR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BNBR	0.00				
BRAM	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BRNA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BRPT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BSDE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BTEK	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BTON	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BUDI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BYAN	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEKA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CENT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CITA		0.00	0.00	0.00	0.00
CLPI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CMNP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CNKO	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
COWL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CPIN	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CSAP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CTRA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CTTH	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DART	0.00				
DEWA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DGIK	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DILD	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DLTA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DNET		0.00	0.00	0.00	0.00
DPNS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DSFI		0.91	0.00	0.00	0.25
DSSA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DVLA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EKAD	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ELSA	0.00				
ELTY	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EMTK	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

EPMT		0.00	0.00	0.00	0.00
ESTI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EXCL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FAST	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FASW	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FMII	0.00	0.07	0.33	0.00	0.00
FORU	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GDYR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GEMA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GEMS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GGRM	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GJTL	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GMTD	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GPRA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GZCO	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
HDTX	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
HERO	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
HEXA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
HMSP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
HOME	0.00		0.00	0.00	0.00
IGAR	0.00		0.00	0.00	0.00
IIKP	0.00		0.00	0.00	0.00
IKBI	0.00		0.00	0.00	0.07
IMAS	0.00		0.00	0.00	
INAF	0.00		0.00	0.00	
INAI	0.00		0.00	0.00	
INCI	0.00		0.00	0.00	
INCO	0.00		0.00	0.00	
INDF	0.00		0.00	0.00	
INDS	0.00		0.00	0.00	
INDX	0.00		0.00	0.00	
INDY	0.00		0.00	0.00	
INKP	0.00		0.00	0.00	
INRU	0.00		0.00	0.00	
INTA	0.00		0.00	0.00	
INTP	0.00		0.00	0.00	
ISAT	0.00		0.00	0.00	
ITMG	0.00		0.00	0.00	
JECC	0.00		0.00	0.00	
JIHD	0.00		0.00	0.00	
JKON	0.00		0.00	0.00	
JPFA	0.00		0.00	0.00	
JPRS	0.00		0.00		
JRPT	0.00			0.00	
JSMR	0.00		0.00	0.00	

JSPT	0.00		0.00	0.00	
JTPE	0.00		0.00	0.00	
KAEF	0.00		0.00	0.00	
KBLI	0.00		0.00	0.00	
KBLM	0.00		0.00	0.00	
KBLV	0.00		0.00	0.00	
KDSI	0.00		0.00	0.00	
KICI	0.00		0.00	0.00	
KIJA	0.00		0.00	0.00	
KOIN	0.00		0.00		
KONI	0.00		0.00	0.00	
KPIG	0.00		0.00		
LAPD	0.00			0.00	
LION			0.00	0.00	
LMAS	0.00		0.00	0.00	
LMPI	0.00		0.00	0.00	
LMSH	0.00		0.00	0.00	
LPCK	0.00		0.00	0.00	
LPIN	0.00		0.00	0.00	
LPKR	0.00		0.00		
LTLS	0.00			0.00	
MAIN			0.00	0.00	
MAMI	0.00		0.00	0.00	
MAPI	0.00		0.00	0.00	
MASA	0.00		0.00	0.00	
MDLN	0.00		0.00	0.00	
MDRN	0.00		0.00	0.00	
MEDC	0.00		0.00	0.00	
MERK	0.00		0.00	0.93	
META	0.00		0.00	0.00	
MICE	0.00		0.00	0.00	
MITI			0.00	0.00	
MKPI	0.00		0.00	0.00	
MLPL	0.00		0.00	0.00	
MNCN	0.00		0.00	0.00	
MPPA	0.00		0.00	0.00	
MRAT	0.00			0.00	
MTDL	0.00		0.00	0.00	
MTSM	0.00		0.00	0.00	
MYOR	0.00		0.00	0.00	
NIPS	0.00		0.00	0.00	
OKAS	1.00		0.00	0.00	
OMRE	0.00		0.00	0.00	
PANR	0.00		0.00	0.00	
PBRX	0.00		0.00	0.00	

PDES	0.00		0.00	0.00	
PGAS	0.00		0.00	0.00	
PGLI	0.00		0.00	0.00	
PICO			0.00	0.00	
PJAA			0.00	0.00	
PKPK			0.00	0.00	
PLAS			0.00	0.00	
PLIN			0.00	0.00	
PNSE			0.00	0.00	
POOL			0.00	0.00	
PRAS			0.00	0.00	
PSDN			0.00	0.00	
PSKT			0.00	0.00	
PTRO			0.00	0.00	
PTSN			0.00	0.00	
PUDP			0.00	0.00	
PWON			0.00	0.00	
PYFA			0.00	0.00	
RAJA			0.00	0.00	
RALS			0.00	0.00	
RDTX			0.00	0.00	
RICY			0.00	0.00	
RIGS			0.00	0.00	
RUIS			0.00	0.00	
SCCO			0.00	0.00	
SCMA			0.00	0.00	
SDPC			0.00	0.00	
SGRO			0.00	0.00	
SHID			0.00	0.00	
SIPD			0.00	0.00	
SMAR			0.00	0.00	
SMCB			0.00	0.00	
SMDM			0.00		
SMDR			0.00	0.00	
SMGR			0.00		
SMRA				0.00	
SMSM			0.00	0.00	
SONA			0.00	0.00	
SPMA			0.00	0.00	
SRSN			0.00		
SSIA			0.00	0.00	
SSTM				0.00	
STTP			0.00	0.00	
TBLA			0.00	0.00	
TBMS			0.00	0.00	

TCID			0.00	0.00	
TGKA			0.00	0.00	
TIRA			0.00	0.00	
TIRT			0.00	0.00	
TKIM			0.00	0.00	
TLKM			0.00	0.00	
TMAS			0.00	0.00	
TMPO			0.00		
TOTL			0.00		
TOTO			0.00	0.00	
TOWR			0.00	0.00	
TPIA			0.00	0.00	
TRAM			0.00	0.00	
TRIL			0.00	0.00	
TRST			0.00		
TSPC				0.00	
TURI			0.00	0.00	
ULTJ			0.00	0.00	
UNIC			0.00	0.00	
UNSP			0.00	0.00	
UNTR			0.00	0.00	
UNVR			0.00	0.00	
VOKS			0.00		
WEHA					
WICO					
WIKA					
YPAS					