

UJI EMPIRIS PADA *MARKET TIMING THEORY* TERHADAP *LEVERAGE*

(Studi pada Perusahaan IPO Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Periode 2010-2017)

.Radytia Bimantara Pratama. Taqwa¹, Dr.Wihandaru Sotya
Pamungkas,M.Si.²

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

radytiab@gmail.com, wihandaru.sp@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah perusahaan yang berada di Indonesia melakukan penerbitan saham baru untuk memenuhi pendanaannya yang didasari dengan adanya teori market timing. Dalam penelitian ini menggunakan variabel dependen struktur modal, terdapat variabel kontrol diantaranya nilai pasar (market-to-book ratio), asset tangibility, ukuran perusahaan profitabilitas. Penelitian ini menggunakan data cross-section dengan jumlah sampel 118 perusahaan non keuangan yang melakukan initial public offering (IPO) di Indonesia pada tahun 2010-2017. Teknik analisis data yang digunakan analisis regresi linier berganda, dengan Eviews 7.0. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa market to book ratio berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil tersebut maka perusahaan di Indonesia menerapkan teori market timing sebagai sumber pendanaan eksternal.

Kata kunci: teori market timing, leverage, market to book ratio, asset tangibility, ukuran perusahaan, profitabilitas

ABSTRACT

This research aimed to examine whether companies in Indonesia issue new shares to meet their funding based on market timing theory. In this study using the dependent variable capital structure, there are control variables including market value (market-to-book ratio), asset tangibility, company size profitability. This study uses cross-section data with a sample of 118 non-financial companies that conducted an initial public offering (IPO) in Indonesia in 2010-2017. In this research, multiple linear regression analysis is used. The results of this study indicate that the market to book ratio has a negative effect on capital structure. Based on these results, companies in Indonesia apply market timing theory as a source of external funding.

Keywords: *market timing theory, leverage, market to book ratio, asset tangibility, company size, profitability.*

PENDAHULUAN

Di suatu perusahaan yang baik tentunya memiliki bidang kerja manajemen yang dimana dapat membantu perusahaan untuk lebih baik dalam menjalankan usahanya. Hampir disetiap perusahaan mempunyai struktur modal untuk perusahaan tersebut dapat berkembang lebih baik lagi untuk kedepannya, tetapi pada saat tertentu ada manajemen yang tahu kapan waktu optimal dalam melakukan suatu hal yang dapat berpengaruh terhadap struktur modal yang ada di perusahaan. Untuk saat ini masih banyak kita temui di bidang bisnis terutama pada investor di pasar modal. *Equity market timing theory* menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali *equity* pada saat *market value* rendah.

Tujuan dari melakukan *equity market timing* adalah untuk memanfaatkan fluktuasi sementara biaya ekuitas terhadap biaya komponen modal lainnya, artinya perusahaan-perusahaan memanfaatkan fluktuasi biaya ekuitas dengan menerbitkan *equity* saat *cost of equity* rendah dan membeli kembali *equity* pada saat *cost of equity* tinggi. Dimana teori *market timing* atau pemilihan waktu pasar tersebut menunjukkan bahwa perusahaan lebih cenderung menerbitkan ekuitas ketika nilai pasar mereka atau harga saham tinggi, relatif terhadap nilai pasar buku dan masa lalu, dan untuk membeli kembali ekuitas ketika nilai pasar atau harga saham mereka rendah. Perilaku pembiayaan tersebut dapat menggambarkan bahwa perusahaan akan lebih memilih ekuitas internal pada saat biaya ekuitas rendah terjadi pada perusahaan, tetapi perusahaan lebih menyukai utang ketika adanya biaya ekuitas tinggi terjadi pada perusahaan. Pada penelitian ini, perusahaan memilih antara hutang dan ekuitas sebagai sumber pembiayaan berdasarkan faktor spesifik perusahaan yaitu, profitabilitas, ukuran perusahaan, tangibilitas.

Adanya pembuktian apakah penentuan struktur modal sebuah entitas bisnis didasarkan pada teori utama dalam struktur modal atau didasarkan pada waktu pasar (*market timing*) yang

dapat memungkinkan sebuah entitas bisnis untuk memperoleh pendanaan eksternal dalam rangka membiayai investasinya.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Trade Off Theory

Teori *trade off* menyatakan bahwa penggunaan hutang dalam pembiayaan struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan hingga titik optimal tertentu. Namun, penggunaan hutang setelah melampaui titik optimal akan menurunkan nilai perusahaan. Ini karena manfaat yang didapat dari penggunaan hutang tidak lagi sebanding dengan peningkatan biaya yang berkaitan dengan kesulitan keuangan dan konflik keagenan. Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki kredibilitas yang lebih besar.

Pecking Order Theory

Teori *pecking order* secara resmi diusulkan dalam Myers (1984) dan Myers and Majluf (1984). Dalam kerangka teori Myers dan Majluf, investor bersedia membeli sekuritas berisiko hanya dengan diskon karena asimetri informasi antara manajer dan investor luar. Mengharapkan masalah ini, manajer lebih suka dana yang dihasilkan secara internal. Dana eksternal dikumpulkan hanya ketika dana internal tidak mencukupi. Ketika dana eksternal harus dinaikkan, perusahaan lebih memilih hutang, kemudian hutang konversi, dengan ekuitas eksternal dikeluarkan sebagai upaya terakhir.

Equity Market Timing theory

Equity market timing theory adalah teori yang diungkapkan oleh Baker dan Wurgler (2002), yang mengemukakan bahwa perusahaan akan menerbitkan *equity* pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali *equity* saat *market value* rendah. Semakin tinggi harga saham perusahaan, maka biaya modal saham perusahaan akan semakin kecil, begitu pula sebaliknya

semakin rendah harga saham perusahaan maka semakin besar biaya modal saham perusahaan. Tujuan dari melakukan *equity market timing* adalah untuk memanfaatkan fluktuasi sementara yang terjadi pada biaya ekuitas terhadap biaya komponen modal lainnya. Akibatnya, fluktuasi harga saham mempengaruhi struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa *equity market timing* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Initial Public Offering (IPO)

IPO mengubah bisnis dari entitas yang dimiliki dan dioperasikan secara pribadi menjadi yang dimiliki oleh pemegang saham publik. Menurut (Tandelilin, 2010) *Initial Public Offering* didefinisikan penjualan sekuritas oleh perusahaan yang dilakukan pertama kali. IPO dilakukan dengan cara distribusi saham utama (Penawaran Umum Perdana atau penerbitan primer), distribusi sekunder (Penawaran Umum Sekunder atau penerbitan sekunder), atau kombinasi dari dua emisi (Penawaran Campuran). Penawaran Umum Perdana mensyaratkan penerbitan saham baru dengan operasi penambahan modal, dengan dana masuk baru ke perusahaan dan peningkatan basis pemegang saham.

H1 : Nilai Pasar Saham berpengaruh negatif terhadap struktur Modal

Menurut teori *market timing*, diharapkan bahwa rasio *market-to-book* M/B akan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Ketika market value sedang tinggi (*overvalued*), maka perusahaan cenderung menerbitkan saham dibandingkan menerbitkan hutang, dimana pernyataan tersebut sesuai dengan teori *market timing*. Dengan hasil penjualan saham yang lebih tinggi dari menerbitkan saham maka pemenuhan kebutuhan modal melalui hutang yang dihitung dengan rasio leverage diperkirakan menurun. Sejalan pada Hipotesis dalam penelitian mendukung penelitian Baker dan Wurgler (2002, Mahajan dan Tartaroglu (2006) menyatakan terdapat

kecenderungan bagi perusahaan untuk menerbitkan ekuitas pada saat *market to book* tinggi sehingga memberikan dampak insentif bagi perusahaan berupa *overvaluation* pada saham yang diterbitkan.

H2 : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Menurut Myers (2001), dalam sudut pandang *pecking order*, sebuah rasio hutang dari entitas bisnis akan menjadi rendah atau negatif ketika profitabilitas adalah tinggi, sehingga semakin tinggi profitabilitas, maka rasio hutang akan semakin rendah. Sedangkan dalam sudut pandang *trade off*, entitas bisnis yang memiliki profitabilitas yang tinggi, akan semakin memerlukan hutang dalam jumlah yang besar, guna memperoleh manfaat pajak. Mengikuti pendekatan Rajan dan Zingales, 1995 dan Nivorozhkin, 2004, kami menggunakan rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset sebagai proksi untuk profitabilitas dan memprediksi hubungan negatif antara rasio hutang dan profitabilitas.

H3 : Ukuran Perusahaan (Firm Size) berpengaruh positif terhadap struktur Modal.

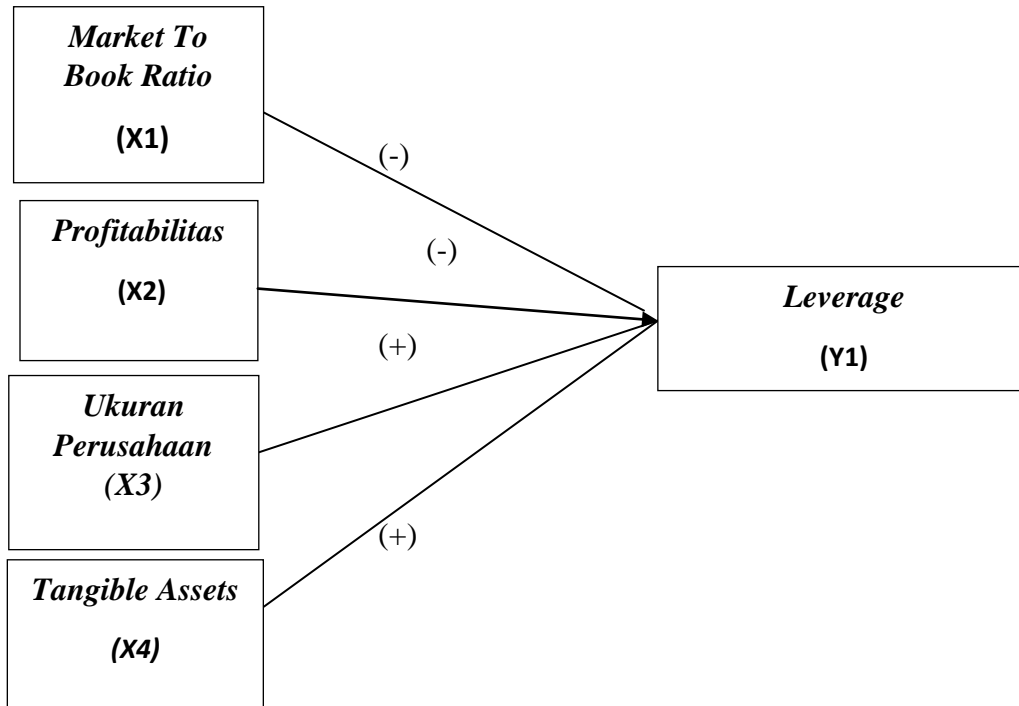
Peneliti menggunakan ukuran perusahaan (Size) karena perusahaan besar, mengingat bahwa mereka dihadapkan pada asimetri informasi yang kurang di pasar, dapat beralih dari menerbitkan hutang ke menerbitkan saham lebih cepat. Partisipasi dari perusahaan yang diperdagangkan secara publik adalah proksi penting dari ukuran dan relevansi pasar modal suatu negara, menurut Booth et al, (2001). Untuk total hutang akuntansi, terdapat hubungan negatif dan signifikan bagi perusahaan dari Amerika Latin, menerima hipotesis yang merujuk pada hubungan ini. Indikator tersebut adalah ukuran kualitas kelembagaan yang baik, karena semakin penting pasar ini, semakin baik

lingkungan kelembagaan suatu negara. . Rajan dan Zingales (1995) menemukan bahwa terdapat ukuran entitas bisnis akan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap rasio hutang, yang disebabkan karena entitas bisnis yang berukuran lebih besar pada dasarnya terdiversifikasi dengan lebih baik dan memiliki kemungkinan yang kecil untuk mengalami kesulitan keuangan.

H4 : Asset Tangibility berpengaruh positif terhadap struktur Modal.

Mengenai hubungan antara rasio hutang dan tangibilitas, dihitung sebagai rasio antara aset berwujud dan total aset hasil empiris. Tangibilitas juga memiliki korelasi positif dan signifikan dengan *leverage* hutang target yang menunjukkan bahwa aset berwujud berfungsi sebagai jaminan dan dengan demikian memungkinkan perusahaan memiliki kapasitas hutang yang lebih tinggi. Lebih khusus, untuk negara-negara maju Rajan & Zingales, (1995); Titman & Wessels, (1988), hubungan antara rasio hutang dan tangibilitas adalah positif, karena aset berwujud berfungsi sebagai jaminan. *Asset tangibility* mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage*. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan sebelumnya bahwa perusahaan yang mempunyai rasio *asset tangibility* tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut juga mempunyai *leverage* yang tinggi pula.

Model Penelitian



METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini, objek yang digunakan adalah perusahaan IPO yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2010-2017. Objek pada penelitian ini ialah perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan Objek perusahaan IPO pada sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). disini berupa laporan keuangan perusahaan sektor non keuangan tahun 2010-2017 yang telah dipublikasikan dalam *Indonesia Stock Exchange (IDX)*. Populasi ialah kelompok orang, kejadian, atau hal-hal menarik yang dimana akan dihasilkan sebuah opini (Uma sekaran, 2017). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada

periode tahun 2010-2017. Sampel ialah sebagian dari populasi yang dimana sampel tersebut terdiri dari sejumlah anggota yang di pilih dari populasi yang di gunakan dalam penelitian (Uma sekaran, 2017). Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative*.

Dengan demikian kriteria sampel dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Perusahaan non keuangan yang melakukan *initial public offering* (IPO) tahun 2010-2017,
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan pada tahun IPO dan sebelum IPO,
3. Laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan dalam mata uang rupiah,
4. Hasil MB bernilai positif.

Definisi Operasional Variabel

1. Nilai Pasar Saham

Menurut Brigham dan Houston (2010) “Harga saham menentukan kekayaan pemegang saham”. Maksimalisasi kekayaan pemegang saham diterjemahkan menjadi maksimalkan harga saham perusahaan. Harga saham pada satu waktu tertentu akan bergantung pada arus kas yang diharapkan diterima di masa depan oleh investor. Nilai pasar saham yang dimana dalam perhitungannya menggunakan rasio market-to book yang digunakan sebagai proxy untuk perilaku pemilihan waktu pasar.

$$\begin{aligned} & \text{Market-to-book ratio (MTB)}_{t-1} \\ &= \frac{\text{Market Equity}_{t-1}}{\text{Book Equity}_{t-1}} \end{aligned}$$

2. Profitabilitas

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Perusahaan dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi akan menggunakan utang yang relatif kecil (Brigham & Houston, 1998:521). Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham yang tertentu Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. (Brigham dan Ehrhardt, 2005).

$$\text{profitabilitas}_{t-1} (PRO) = \frac{EBIT_{t-1}}{Total\ Assets_{t-1}}$$

3. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan 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. (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Ukuran perusahaan dianggap sebagai penentu penting profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang lebih besar, menurut Shepherd, mungkin juga dapat memanfaatkan kekuatan pasar mereka, sehingga memiliki efek pada profitabilitas.

$$Firm\ Size_{t-1} = Log\ Sales_{t-1}$$

4. *Asset Tangibility*

Asset tangibility merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan perusahaan. Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa perusahaan yang semakin besar aktiva tetapnya akan

cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dana dengan hutang. Aset berwujud perusahaan dapat digunakan sebagai jaminan. Karena itu, semakin besar proporsi aset berwujud di neraca, pemberi pinjaman yang lebih bersedia harus memberikan pinjaman, dan leverage akan cenderung lebih tinggi. (Rajan & Zingales, 1995; Baker & Wurgler, 2002).

$$Asset\ Tangibility_{t-1} = \frac{Net\ fixed\ assets_{t-1}}{Total\ Assets_{t-1}}$$

Analisis data

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda dengan model sebagai berikut :

$$LEV_t = c + b_1M/B_{t-1} + b_2Prof_{t-1} + b_3TANG_{t-1} + b_4SIZE_{t-1} + \mu_i + \varepsilon_t$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berdasar kriteria yang telah ditentukan, hasil pengambilan sampel, diperoleh data sampel sebanyak 118 perusahaan. Data dalam penelitian diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan oleh BEI periode 2010- 2017. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan software Eviews 7.0 *for windows*.

Hasil statistic deskriptif untuk masing-masing variabel adalah sebagai berikut :

Variable	N	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
LEV _t	118	0.383036	0.807800	0.011300	0.188785
MB _{t-1}	118	2.038477	36.78863	0.000000307461	4.769088
PROF _{t-1}	118	0.096284	0.362022	-0.110202	0.087629

ATANG _{t-1}	118	0.312525	0.948221	0.000175	0.259488
SIZE _{t-1}	118	11.65919	13.26448	7.790581	0.838331

Sumber : Data Diolah Peneliti

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas dapat dilakukan dengan uji statistic *Jarque-Bera*.

Hasil Uji Normalitas

Lverage	Jarque-Bera Probabilitas	3.408081 0.181947
---------	-----------------------------	----------------------

Sumber : Data Diolah Peneliti

Berdasarkan dari nilai sig > 0.05, maka diasumsikan bahwa data dalam penelitian ini berdistribusi normal

Uji Multikolinieritas

Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.043052	203.3018	NA
MB _{t-1}	9.762871	1.231251	1.039678
PROB _{t-1}	0.029874	2.381900	1.074079
ATANG _{t-1}	0.003278	2.545108	1.033355
SIZE _{t-1}	0.000329	212.1257	1.081860

Sumber : Data Diolah Peneliti

variabel independen dalam penelitian ini tidak menunjukkan adanya multikolinieritas karena. tidak menunjukkan adanya multikolinieritas karena nilai VIF < 10

Uji Heterokedastisitas

Hasil Uji Heterokedastisitas

F-statistic	1.684595	Prob. F(4,113)	0.1584
Obs*R squared	6.640553	Prob. Chi Square(4)	0.1561
Scaled explained SS	4.245932	Prob. Chi Square(4)	0.3737

Sumber : Data Diolah Peneliti

Berdasarkan hasil uji *Harvey* pada tabel diatas dapat ditunjukkan nilai prob. F $0.1584 > \alpha$ maka dapat dikatakan bahwa residual pada model tersebut terbebas dari heteroskedastisitas.

Uji Determinasi (R²)

Uji Determinasi (R²)

Adjusted R-squared	0.298870
--------------------	----------

Sumber : Data Diolah Peneliti

Nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.298870 untuk variabel dependen *leverage (LEV)*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa 0.298870 atau 29% dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam penelitian yaitu *market to book ratio*, *asset tangibility*, ukuran perusahaan, dan, profitabilitas.

Uji Statistik F

Uji Statistik F

Nilai F-Statistik	Probabilitas
13.46837	0.000000

Sumber : Data Diolah Peneliti

Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa nilai uji F pada variabel dependen *LEV*, F hitung sebesar 13.46837 dengan nilai probabilitas $0.000000 < \alpha 0.05$.

Uji Statistik t

Uji Statistik t

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Probabilitas	Keterangan
C	-0.854667	-4.119076	0.0001	
MB	-0.006791	-2.173272	0.0318	Signifikan
PROB	-0.797353	-4.613223	0.0000	Signifikan
ATANG	-0.032727	-0.571641	0.5687	Tidak Signifikan
SIZE	0.114806	6.331698	0.0000	Signifikan

Sumber : Data Diolah Peneliti

Berdasarkan hasil uji hipotesis diatas dapat dilihat bahwa *market to book ratio* berpengaruh terhadap *leverage* dengan arah negatif, maka H1 diterima. Pernyataan tersebut sesuai dengan *market timing theory* yang dimana pada saat nilai *market-to book ratio* tinggi atau *overvalued* maka perusahaan melakukan emisi saham baru sehingga *leverage* perusahaan akan menurun. Menurut Baker dan Wurgler, (2002) perusahaan memiliki kecenderungan untuk menerbitkan saham baru pada saat nilai pasar tinggi, sehingga akan mengakibatkan *leverage* perusahaan berkurang yang disebabkan oleh meningkatnya penerbitan saham baru.

Hasil Uji H2 berpengaruh signifikan dengan arah negatif, maka H2 diterima. Menurut Myers (2001), dalam sudut pandang *pecking order*, sebuah rasio hutang dari entitas bisnis akan menjadi rendah atau negatif ketika profitabilitas tinggi. Semakin tinggi profitabilitas, maka rasio hutang akan semakin rendah, karena perusahaan akan menggunakan keuntungan perusahaan sebagai sumber pembiayaan, dana internal yang

tersedia, dan utang sebagai upaya terakhir. Perusahaan yang menguntungkan memiliki dana internal yang memadai dan mengurangi pembiayaan eksternal, yang menghasilkan hubungan negatif antara *leverage* dan profitabilitas.

Hasil Uji H3 tidak berpengaruh signifikan dengan arah negatif maka, H3 di tolak hal ini terjadi karena tinggi rendahnya aset tidak berpengaruh oleh *leverage*, karena dari hasil tersebut menunjukkan bahwa dana untuk membiayai aset perusahaan tidak sepenuhnya menggunakan hutang.

Hasil Uji H4 berpengaruh signifikan dengan arah positif, maka H4 diterima.

Menurut Rajan dan Zingales, (1995) ukuran entitas bisnis akan berpengaruh positif signifikan terhadap rasio hutang yang disebabkan karena entitas bisnis yang berukuran besar mampu melakukan diversifikasi usaha yang menghasilkan penjualan dapat meningkat, dan membuat para kreditor percaya bahwa perusahaan tidak mengalami kebangkrutan, sehingga akan bersedia memberikan pinjaman dengan bunga yang lebih rendah.

SIMPULAN

Berdasarkan dengan pembahasan dan hasil analisis yang telah dilakukan dapat disimpulkan jika *market to book ratio* berpengaruh dengan arah negatif, *profitabilitas* berpengaruh dengan arah negatif, dan ukuran perusahaan berpengaruh dengan arah positif, terhadap *Leverage*. Sedangkan *Asset Tangibility* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Leverage*.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sampel dalam penelitian jangka waktu penelitian yang dipakai masih relatif singkat yaitu rentang waktu 2010-2017. Peneliti hanya menggunakan sample IPO.

Berdasarkan dengan keterbatasan penelitian ini, disarankan penelitian mendatang untuk periode waktu yang lebih lama dan jumlah perusahaan yang lebih besar untuk dipertimbangkan. Sample perusahaan untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan perusahaan yang melakukan *right issue*. Penelitian selanjutnya juga dapat menggabungkan lebih dari satu teori struktur modal untuk menginterpretasikan keputusan keuangan yang diambil oleh perusahaan baik di Indonesia maupun di tempat lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdeldayem, M.M. and Assran, M.S., 2013. Testing the Market Timing Theory of Capital Structure: The Case of Egypt. *International Research Journal of Finance and Economics*, (1).
- Alti, A., 2006. How persistent is the impact of market timing on capital structure?. *The Journal of Finance*, 61(4), pp.1681-1710.
- Baker, M. and Wurgler, J., 2002. Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), pp.1-32.
- Bougatef, K. and Chichti, J., 2010. Equity market timing and capital structure: Evidence from Tunisia and France. *International Journal of Business and Management*, 5(10), pp.167-177.
- Brendea, G., 2012. Testing the impact of market timing on the Romanian firms' capital structure. *Procedia Economics and Finance*, 3, pp.138-143.
- Chang, X., Hilary, G., Shih, C.M. and Tam, L.H., 2010. Conglomerate structure and capital market timing. *Financial management*, 39(4), pp.1307-1338.
- Dani, A.C., Padilha, D., dos Santos, C.A. and Almeida-Santos, P.S., 2016. Effect of market timing in the capital structure of Latin America. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 6(3), pp.143-159.
- De Bie, T. and De Haan, L., 2007. Market timing and capital structure: Evidence for Dutch firms. *De Economist*, 155(2), pp.183-206.

- Dhita, S., Achsani, N.A., Sembel, R. and Purwanto, S., Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Journal of Technology Management*, 17(1), pp.1-9.
- Elliott, W.B., Koëter-Kant, J. and Warr, R.S., 2008. Market timing and the debt–equity choice. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), pp.175-197.
- Guney, Y. and Iqbal-Hussain, H., 2009. Capital structure and market timing in the UK: Deviation from target leverage and security issue choice. *Multinational Finance Journal*, 13, pp.1-54.
- Hanafi, M., 2014. *Manajemen Keuangan Edisi Kedua*. Yogyakarta: BPFE.
- Hovakimian, A., 2006. Are observed capital structures determined by equity market timing?. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 41(1), pp.221-243.
- Huang, R. and Ritter, J.R., 2005. Testing the market timing theory of capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1, pp.221-246.
- Kaya, H.D., 2012. Market timing and firms' financing choice. *International Journal of Business and Social Science*, 3(13).
- Mahajan, A. and Tartaroglu, S., 2008. Equity market timing and capital structure: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), pp.754-766.
- Pamungkas, W.S., Haryono, T., Djuminah, D., Bandi, B. and Setiawan, D., 2019. Equity Market Timing Approach in IPO and Rights Issue of Companies in Indonesia. *Journal of Accounting and Investment*, 20(3), pp.310-324.
- Pontoh, W., 2014. Kebijakan Struktur Modal dan Efek Waktu Pasar. *Jurnal Riset Akuntansi Going Concern*, 9(3).
- Rahmawati, A., Fajarwati, F. and Fauziyah, F., 2017. *Statistika; Teori dan Praktek Edisi IV*.
- Rakim, A.A., 2018. Peran Market Timing Ekuitas, dan Strategi Korporasi dalam Menentukan Struktur Modal Perusahaan. *JSHP: Jurnal Sosial Humaniora dan Pendidikan*, 2(2), pp.143-153.
- Russel, P. and Hung, K., 2013. Does Market Timing Affect Capital Structure?: Evidence for Chinese Firms. *Chinese Business Review*, 12(6).
- Sekaran, U. and Bougie, R., 2017. *Metode Penelitian untuk Bisnis: Pendekatan Pengembangan-Keahlian*. Jakarta Selatan. Penerbit Salemba Empat.
- Setyawan, I.R., 2012. Empirical Tests for Market Timing Theory of Capital Structure on the Indonesian Stock Exchange. Available at SSRN 1980014.
- Setyawan, I.R., 2015. An empirical study on market timing theory of capital structure. *International Research Journal of Business Studies*, 4(2).
- Sulistyowati, C., 2015. Equity Market Timing Dan Struktur Modal Pada Perusahaan Keluarga Di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Indonesia*, 2(2), pp.186-197.

Wulandari, V.P. and Setiawan, K., 2015. Analysis of market timing toward leverage of non-financial companies in Indonesia. *Journal of Indonesian Economy and Business: JIEB.*, 30(1), p.42.

Xu, Z., 2009. *The impact of market timing on Canadian and US firms' capital structure* (No. 2009, 1). Bank of Canada Working Paper.