



PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP PROFITABILITAS EMITEN INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA

Prasojo

Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga
prasojo@uin-suka.ac.id

ABSTRACT

This study aims to examine the capital structure for the profitability of companies into the category of the Indonesian Syariah Stock Index (ISSI). This study uses a sample of 149 companies from 2011 to 2016 which are consistently included in the ISSI list. Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) as the dependent variable. While Debt to Equity Ratio (DER), Short Term Debt (STD) and Long Term Debt (LTD). Statistical testing using panel data regression with the random fixed effect method. The results of the study are the capital structure that is proxied by DAR variable has a significant negative effect on the profitability of the company by measuring ROA and ROE, while the capital structure proxied by STD has a significant positive effect on the profitability of the company by measuring ROA and ROE

Keywords: *Capital Structure, profitability, Indonesian Sharia Stock Index (ISSI), Agency Theory*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji hubungan struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan yang termasuk dalam kategori Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 149 perusahaan dari tahun 2011 sampai 2016 yang secara konsisten masuk dalam daftar ISSI. *Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE)* sebagai variabel dependen. Sedangkan *Debt to Equity Ratio (DER), Short Term Debt (STD)* dan *Long Term Debt (LTD)*. Pengujian statistik dengan menggunakan regresi data panel dengan metode *random fixed effect*. Hasil dari penelitian adalah struktur modal yang diproksikan dengan variabel DAR berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas perusahaan dengan pengukuran ROA dan ROE, sedangkan struktur modal yang diproksikan dengan STD berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas perusahaan dengan pengukuran ROA dan ROE

Kata Kunci: *Struktur Modal, Profitabilitas, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), Teori Agensi*

PENDAHULUAN

Risiko yang melekat dalam lingkungan bisnis berpengaruh pada kinerja perusahaan, sehingga akan mempengaruhi keputusan pendanaan untuk mengurangi risiko tersebut. Abu-Rub (2012) berpendapat bahwa keputusan pembiayaan bervariasi sesuai dengan tingkat risiko yang terkait dengan setiap opsi pembiayaan serta hubungan antara risiko dan pengembalian. Perusahaan mencari struktur pembiayaan dengan biaya minimum untuk memaksimalkan kinerja perusahaan. Namun demikian hutang jangka pendek dan hutang panjang adalah sarana utama untuk membiayai aset perusahaan dalam mengembangkan pasar keuangan dan mereka memiliki karakteristik insentif yang berbeda, sehingga pada akhirnya akan memberikan efek yang berbeda pada kinerja perusahaan (Schiantarelli, 1997).

Struktur modal merupakan perpaduan antara pinjaman dan modal ekuitas dimana sebuah perusahaan dibiayai. Ini telah menjadi isu yang menarik bagi banyak peneliti, dimana mereka berusaha untuk menggambarkan hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan. Keputusan tentang bagaimana perusahaan akan dibiayai tergantung keputusan manajer perusahaan dan kreditur. Jika pembiayaan dilakukan dengan menggunakan kombinasi utang dan ekuitas yang salah, maka akan berdampak buruk terhadap kinerja keuangan perusahaan. Dengan demikian, untuk memaksimalkan nilai perusahaan, manajer perlu hati-hati dalam mempertimbangkan keputusan struktur modal, seperti penggunaan *leverage*. Oleh karena itu, yang biasanya dilakukan oleh para manajer adalah mencoba mencapai kombinasi terbaik dari hutang dan ekuitas dalam struktur modal mereka.

Banyak penelitian telah meneliti dampak struktur modal pada kinerja perusahaan, meskipun beberapa hasil penelitian masih bertentangan. Hasil penelitian sebelumnya tersebut memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian kembali tentang pengaruh keputusan struktur modal pada kinerja perusahaan. Rouf (2015) melakukan penelitian dengan menggunakan data dari 2008–2011 pada perusahaan non-keuangan menemukan hasil bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara struktur modal dengan *Return on Asset (ROA)* dan *Return on Sales (ROS)*.

Semua ukuran struktur modal berhubungan negatif dengan pengembalian aset. Rasio hutang jangka pendek berhubungan positif dengan rasio *market-to-book*, namun hubungannya tidak signifikan. Hubungan negatif antara struktur modal dan kinerja menunjukkan bahwa masalah

keagenan dapat menyebabkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang lebih tinggi. *Overleveraging* dapat meningkatkan pengaruh pemberi pinjaman yang pada akhirnya akan membatasi kemampuan manajer untuk mengelola operasi secara efektif, sehingga secara negatif mempengaruhi kinerja perusahaan (Sheikh & Zongjun, 2013).

Tingkat pertumbuhan, profitabilitas, rasio cakupan layanan utang, biaya keuangan, arus kas bebas ke perusahaan, biaya agensi dan pembayaran dividen memiliki hubungan negatif dengan rasio leverage. Rasio Tangibilitas dan Likuiditas memiliki hubungan positif dengan hutang jangka panjang saja tetapi hubungan negatif dengan hutang jangka pendek dan total hutang. Manajer keuangan harus mempertimbangkan faktor-faktor penentu ini sebagai tolok ukur sebelum mengambil keputusan *leverage* untuk memilih struktur modal yang paling menguntungkan bagi perusahaan sehingga memaksimalkan nilai pemegang saham (Hossain, Md. Imran, 2015). Hafsah & Sari (2015) meneliti tentang pengaruh struktur modal dengan kinerja perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI dengan hasil bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan diskusi di atas, terdapat bukti bahwa sampai saat ini masih terdapat hasil penelitian yang tidak konsisten tentang pengaruh struktur modal dengan kinerja perusahaan. Maka peneliti berusaha mengeksplorasi kembali tentang pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa konflik antara pemegang saham dan manajer timbul karena manajer memegang kurang dari 100 persen dari klaim residual. Akibatnya, mereka tidak menangkap seluruh keuntungan dari kegiatan peningkatan laba mereka, tetapi mereka menanggung seluruh biaya kegiatan ini. Namun, penggunaan utang dapat meningkatkan bagian ekuitas manajer dan mengurangi kerugian yang timbul karena konflik antara manajer dan pemegang saham. Selain itu utang dapat mengurangi biaya agensi dari arus kas bebas dengan mengurangi arus kas yang tersedia untuk pengeluaran sesuai kebijaksanaan manajer.

Struktur modal sebagai campuran jangka panjang modal utang, modal saham preferen, dan kekayaan bersih yang digunakan sebagai metode permanen pembiayaan oleh perusahaan (Besley & Brigham, 2008). Menggambarkan struktur modal sebagai metode pembiayaan jangka

panjang, Van Horne (2008) menyatakan bahwa struktur modal adalah kombinasi dari modal yang dilakukan perusahaan antara modal ekuitas dan hutang. Oleh karena itu, secara tradisional dapat dikatakan bahwa struktur modal telah dikonsepsi sebagai kombinasi dari modal utang jangka panjang dan modal ekuitas, dengan mengabaikan modal utang jangka pendek.

Teori *trade-off* menunjukkan pentingnya membatasi hutang karena secara langsung peningkatan proporsional biaya ditentukan oleh risiko mengalami kesulitan keuangan itu mengimbangi manfaat pajak. Biaya kebangkrutan terdiri dari biaya langsung yang dihasilkan oleh akuntansi dan biaya hukum yang disebabkan oleh kebangkrutan atau reorganisasi, serta biaya tidak langsung yang diwakili oleh kehilangan kesempatan karena manajemen yang buruk, seperti pemasok dan hilangnya kepercayaan pelanggan. Teori ini menyiratkan rasio optimal antara hutang dan ekuitas, yang memaksimalkan perusahaan nilai, dianggap sebagai titik di mana manfaat dan biaya dari hutang dalam keseimbangan (Lakshmi, 1999). Namun, menjaga keseimbangan ini dilihat dari sudut pandang yang berbeda.

Jensen & Meckling (1976) dalam Singh & Singh (2018), memaparkan bahwa teori agensi merupakan hubungan antara prinsipal atau pemegang saham yang memberikan wewenang untuk menjalankan operasi perusahaan kepada agen atau manajer perusahaan. Akan tetapi dengan adanya pemberian wewenang tersebut, dimungkinkan terjadinya asimetri informasi yang mana manajer di perusahaan untuk kepentingan mereka sendiri bukan untuk kesejahteraan atau memaksimalkan nilai perusahaan dan ini mungkin termasuk masalah keagenan (Michael, 2015). Menurut hipotesis teori agensi, pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan dapat menciptakan konflik kepentingan antara pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan. Para pengelola perusahaan berusaha meningkatkan investasi perusahaan yang dapat meningkatkan keuntungan perusahaan sehingga akan berpengaruh terhadap kemakmuran pengelola daripada memaksimalkan nilai perusahaan.

Jensen (1994) menganggap bahwa keseimbangan tetap statis dan penyesuaiannya dilakukan dengan segera dan bebas biaya. Dalam kontradiksi, pendekatan dinamis membutuhkan proses permanen yang mahal untuk menyeimbangkan kembali. Dengan adanya argumen tersebut, beberapa penulis percaya bahwa perusahaan lebih suka mencoba memanfaatkan dalam rentang tertentu (Kane, Alex, & Marcus, 1984). Faktor utama yang menjelaskan teori *trade-off* adalah biaya kebangkrutan (Fama &

Kenneth, 2002), pajak (Miller, 1978), biaya agensi (Fama & Kenneth, 2002), dan biaya penyesuaian keuangan (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2008).

Gleason, Mathur, & Mathur (2000) meneliti perusahaan dagang dari 14 negara di Eropa menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Balakrishnan (1993) berpendapat bahwa tingkat utang yang tinggi meningkatkan risiko dan menurunkan manajer investasi untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang berisiko tetapi menguntungkan. Dalam sebuah penelitian tentang perusahaan di India, Majumdar & Chhibber (1999) menunjukkan bahwa rasio utang dengan ekuitas berpengaruh negatif mempengaruhi kinerja perusahaan. Selain itu, mereka mengamati bahwa ukuran perusahaan, keragaman, iklan, persediaan, dan likuiditas berpengaruh positif, sedangkan umur, pajak cukai, waktu, dan pengelompokan industri berpengaruh negatif dengan kinerja perusahaan. Adapun penelitian lain yang dilakukan oleh Singh & Faircloth (2005) dengan menggunakan data perusahaan manufaktur AS menemukan hasil penelitian bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi masa depan dalam R&D yang pada akhirnya mengarah ke dampak negatif pada kinerja operasi jangka panjang dan peluang pertumbuhan di masa depan.

Abor (2007) telah menganalisis data usaha kecil dan menengah di Ghana dan Afrika Selatan, hasilnya bahwa semua ukuran struktur modal berhubungan negatif terhadap pengembalian investasi atas aset, dalam kasus perusahaan Ghana. Namun, dalam kasus perusahaan di Afrika Selatan, hutang jangka pendek dan kredit jangka pendek berpengaruh positif, sedangkan total hutang dan utang jangka panjang berhubungan negatif dengan pengembalian investasi atas aset. Ebid (2009) menganalisis data perusahaan *listing* di Mesir hasilnya menunjukkan bahwa utang jangka pendek dan total utang negatif terkait dengan pengembalian aset. Selain itu, ia telah menunjukkan hubungan yang tidak berarti antara semua ukuran struktur modal dan laba atas ekuitas, serta laba kotor.

Simerly & Li (2000) menganalisis efek dari *leverage* terhadap kinerja di bawah berbagai tingkat dinamisme lingkungan. Mereka mengusulkan bahwa *leverage* berpengaruh baik positif atau negatif pada kinerja perusahaan tergantung pada apakah perusahaan berada dalam lingkungan yang stabil atau dinamis. Selain itu, mereka berpendapat bahwa penggunaan utang memperkenalkan konstituen eksternal yang memiliki orientasi jangka pendek. Ini orientasi dapat memaksakan perjanjian yang membatasi pilihan strategis manajer, karena mempengaruhi kemampuan mereka untuk

melakukan keputusan strategis. Chathoth & Olsen (2007) menganalisis data dari 48 perusahaan dalam bidang industri restoran AS untuk memperkirakan dampak risiko lingkungan, strategi perusahaan, dan struktur modal pada kinerja perusahaan. Mereka menemukan bahwa variabel yang mewakili risiko lingkungan, strategi perusahaan dan struktur modal menjelaskan varians yang signifikan dalam kinerja perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan populasi seluruh emiten yang termasuk dalam kategori Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Sampel diambil berdasarkan kelengkapan data laporan keuangan selama periode penelitian dan masuk dalam daftar ISSI secara konsisten dari tahun 2011-2016. Data sekunder yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan untuk periode 2011-2016 dari laman Bursa Efek Indonesia (idx.co.id). Berdasarkan kriteria pengambilan sampel diperoleh 149 perusahaan.

Tabel 1
Pengukuran Variabel

No	Variabel	Indikator	Skala	Instrumen
1	Profitabilitas	1) <i>Return on Asset (ROA)</i>	Rasio	Laporan
		2) <i>Return on Equity (ROE)</i>	Rasio	Keuangan
2	Struktur Modal	<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	Rasio	Laporan
		<i>Debts to Total Aset Ratio (DAR)</i>	Rasio	Keuangan
		<i>Short Term Debt (STD)</i>	Log	
		<i>Long Term Debt (LTD)</i>	Log	

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel. Model statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$ROA = \alpha + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 STDR + \beta_4 LTDR + \mu$$

$$ROE = \alpha + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 STDR + \beta_4 LTDR + \mu$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Rata-rata ROA adalah 6,14 persen menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dengan menggunakan total aset mereka. ROE rata-rata adalah sebesar 9,64 persen menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dengan menggunakan ekuitas mereka. Rata-rata DER adalah 50,28 persen menunjukkan porsi hutang perusahaan dibandingkan dengan porsi modal mereka. Rata-rata DAR adalah 26,43 persen menunjukkan proporsi aset yang

dibiayai dengan hutang. Rata-rata STD adalah 0,1366 ini menunjukkan jumlah utang jangka pendek perusahaan yang di-log dan rata-rata LTD adalah 0,1120 menunjukkan jumlah utang jangka panjang perusahaan yang di-log. Rata-rata utang jangka panjang dan jangka pendek emiten ISSI ini berbeda dengan temuan Demirguc-Kunt & Maksimovic (1999) mengatakan bahwa perusahaan di negara berkembang memiliki jumlah yang jauh lebih rendah hutang jangka panjang. Faktanya emiten ISSI rata-rata hutang jangka pendeknya lebih rendah daripada utang jangka panjang.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	ROA	ROE	DER	DAR	STD	LTD
Mean	0,0614	0,0964	0,5028	0,2643	0,1366	0,1120
Median	0,0517	0,0951	0,3400	0,2550	0,0878	0,0693
Minimum	(0,3510)	(6,1240)	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
Maximum	0,5770	1,3585	10,4800	1,0000	0,8883	0,9231
Std. Deviasi	0,0884	0,2712	0,6915	0,1953	0,1469	0,1363

Berdasarkan uji chow diperoleh nilai probabilitas dari *cross-section* F adalah $0,0000 < 0,05$ sehingga model *fixed effect* lebih baik dibandingkan model *random effect*. Selain itu hasil uji *Housman* diperoleh nilai probabilitas dari *cross-section* adalah 0,0000, sehingga model *fixed effect* lebih baik dibandingkan model *random effect*. Hasil regresi dengan model *fixed effect* adalah sebagai berikut:

Tabel 3
Hasil Regresi Struktur Modal dan Profitabilitas diukur dengan ROA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	0.009090	0.005782	1.572063	0.1165
DAR	-0.205628	0.036331	-5.659830	0.0000
STD	0.084039	0.031609	2.658721	0.0081
LTD	0.006678	0.021198	0.315011	0.7529
C	1000.469	65.94934	15.17027	0.0000

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.670776	Mean dependent var	558.2534
Adjusted R-squared	0.584048	S.D. dependent var	809.8642
S.E. of regression	522.3163	Akaike info criterion	15.53840
Sum squared resid	1.57E+08	Schwarz criterion	16.50105
Log likelihood	-5518.516	Hannan-Quinn criter.	15.90980
F-statistic	7.734262	Durbin-Watson stat	1.902973
Prob(F-statistic)	0.000000		

Berdasarkan hasil regresi tabel 3 terbukti bahwa struktur modal yang diukur dengan DAR dan STD berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas emiten ISSI yang diukur dengan ROA, jika dilihat arahnya baik DAR maupun STD berpengaruh positif signifikan dengan probabilitasnya $0,000 < 0,05$. Adapun untuk struktur modal yang diukur dengan masing-masing DER dan LTD tidak berpengaruh terhadap profitabilitas yang diukur dengan ROA.

Tabel 4
Hasil Regresi Struktur Modal dan Profitabilitas diukur dengan ROE

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	0.032898	0.024865	1.323071	0.1863
DAR	-0.991643	0.155843	-6.363073	0.0000
STD	0.929053	0.135786	6.842024	0.0000
LTD	0.079697	0.091970	0.866552	0.3865
C	2171.428	285.0594	7.617459	0.0000

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.491342	Mean dependent var	853.7565
Adjusted R-squared	0.357578	S.D. dependent var	2827.400
S.E. of regression	2266.196	Akaike info criterion	18.47336
Sum squared resid	2.97E+09	Schwarz criterion	19.43498
Log likelihood	-6599.012	Hannan-Quinn criter.	18.84434
F-statistic	3.673184	Durbin-Watson stat	1.049591
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabel 4 menunjukkan bukti bahwa struktur modal yang diukur dengan DAR dan STD berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas emiten ISSI yang diukur dengan ROE dengan probabilitas $0,00 < 0,05$. Jika dilihat dari koefisien DAR berpengaruh negatif sedangkan variabel LTD berpengaruh positif. Berdasarkan hasil statistik terbukti bahwa struktur modal yang diukur dengan dimensi DAR dan STD dalam mempengaruhi variabel profitabilitas yang menggunakan dimensi ROA maupun ROE tidak ada perbedaan, selalu konsisten bahwa DAR berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel ROA maupun ROE dan STD berpengaruh positif signifikan terhadap variabel ROA maupun ROE. Sedangkan variabel DER dan LTD sama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROA maupun ROE.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Singh & Singh (2018) yang mengatakan bahwa tidak ada hubungan signifikan antara *leverage* dengan profitabilitas yang diproksikan dengan ROA dan ROE, sehingga hasil penelitian ini mendukung teori *trade-off* dan biaya agensi. Ada hal menarik dari hasil penelitian ini yaitu DAR berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Ternyata hasil ini konsisten dengan penelitian Dawar (2014) yang menyatakan bahwa struktur modal

berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan dengan ROA dan ROE, sehingga ini tidak sesuai dengan asumsi teori keagenan.

Peneliti menduga banyak perusahaan yang terdaftar dalam ISSI memiliki porsi hutang yang cukup besar dalam mata uang asing terutama USD sehingga rentan terhadap kerugian selisih kurs akibat pelemahan nilai rupiah. Meskipun dalam aturan OJK perusahaan yang termasuk dalam kategori saham Syariah maksimal porsi total hutang terhadap aset maksimal sebesar 45%. Selama periode penelitian kurs rupiah terhadap USD cenderung mengalami penurunan sehingga berpotensi menambah biaya kerugian atas selisih kurs. Faktor lainnya adalah biaya bunga dan denda atas keterlambatan pembayaran hutang. Dengan adanya ketiga faktor tersebut maka akan menurunkan jumlah *net income* perusahaan, maka semakin besar porsi hutang akan berpengaruh terhadap penurunan *net income* perusahaan.

Hutang jangka pendek (STD) terbukti dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan karena sebagian komponen dari hutang ini adalah hutang kepada supplier, hutang pajak yang belum setor, hutang terhadap karyawan (hutang gaji dan bonus), hutang atas setoran iuran pension. Menurut penulis penundaan pembayaran atas hutang-hutang tersebut memberikan dampak yang positif terhadap perputaran kas perusahaan yang dapat memberikan tambahan keuntungan. Misalnya *return* dari deposito atau *return* atas penanaman investasi ke dalam instrument keuangan jangka pendek lainnya.

PENUTUP

Simpulan

Banyak peneliti yang mengeksplorasi tentang hubungan struktur modal dan kinerja perusahaan. Penelitian ini menguji secara empiris pengaruh struktur dengan profitabilitas emiten yang tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Perusahaan yang beroperasi di Indonesia memiliki karakteristik yang berbeda dengan negara-negara lain hal ini terkait dengan kultur, pertumbuhan ekonomi, hukum dan politik yang berkembang akan berpengaruh terhadap keputusan bisnis perusahaan di Indonesia. Berdasarkan sampel dari perusahaan yang termasuk dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dengan menggunakan dua ukuran profitabilitas perusahaan yaitu ROA dan ROE, hasil statistik menunjukkan bahwa struktur modal dengan ukuran DAR berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Sedangkan struktur modal yang diukur dengan STD berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas

perusahaan. Pengukuran struktur modal dengan variabel DAR ini tidak sesuai dengan teori agensi yang diterima secara umum.

Saran

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah meneliti perusahaan yang memiliki kelompok industri yang sama. Penelitian ini tidak menggunakan mekanisme *governance* yang kemungkinan dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, maka untuk penelitian selanjutnya dapat memasukkan mekanisme *governance* sebagai variabel pemediasi (*intervening*). Dikarenakan data sekunder sangat mudah didapat peneliti menyarankan untuk memperpanjang periode penelitian. Selain itu, dapat menambahkan variabel kontrol seperti ukuran perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. 2007. Debt policy and Performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms. *Journal of Risk Finance*, 8(4), 364–379.
- Abu-Rub, N. 2012. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Palestine Stock Exchange. *Journal of Money, Investment and Banking*, 23(1), 109–117.
- Antoniou, A., Yilmaz Guney, & Krishna Paudyal. 2008. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-oriented versus Bank-oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 58–92.
- Balakrishnan, S. & Isaac Fox. 1993. Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, 14(1), 3–16.
- Besley, Scott & Eugene F. Brigham. 2008. *Essentials of Managerial Finance*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Chathoth, P. K. & Michael D. Olsen. 2007. The Effect of Environment Risk, Corporate Strategy, and Capital Structure on Firm Performance: an Empirical Investigation of Restaurant Firms. *Hospitality Management*, 26, 502–516.
- Dawar, V. 2014. Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence. *Managerial Finance*, 40 (12), 1190–1206. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>
- Demirguc-Kunt, A. & V. Maksimovic. 1999. Institutions, Financial Markets

- and Firm Debt Maturity. *Journal of Financial Economics*, 54, 295–336.
- Ebid, I. E. 2009. The Impact of Capital Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt. *Journal of Risk Finance*, 10(5), 477–487.
- Fama, Eugene F., & French, Kenneth R. 2002. Testing Trade-Off And Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1–22.
- Gleason, K. C., Mathur, L. K. Mathur, & Ike Mathur. 2000. The Interrelationship Between Culture, Capital Structure and Performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*, 50, 185–191.
- Hafsah, Sri Sutra Sari. 2015. Analisis Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*, 15(1), 52–64.
- Hossain, Imran, & Md Akram Hossain. 2015. Determinants of capital Structure and Testing of Theories: A Study on The Listed Manufacturing Companies in Bangladesh. *International Journal of Economics and Finance*, 115, 53–74.
- Jensen, M. C. 1994. Self Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 40–45.
- Kane, Alex, Alan J. Marcus, & Robert L. McDonald. 1984. How Big Is the Tax-Advantage to Debt. *Journal of Finance*, 39, 841–855.
- Majumdar, S. K. & Pradeep Chhibber. 1999. Capital Structure and Performance: Evidence from A Transition Economy on An Aspect of Corporate Governance. *Public Choice*, 98, 287–305.
- Michael, R. R. 2015. The Role of Dynamic Renegotiation and Asymmetric Information in Financial Contracting. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 61–81.
- Miller, Merton H., & Myron S. Scholes. 1978. Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*, 6, 333–364.
- Rouf, M. A. 2015. Capital Structure and Firm Performance of Listed Non-Financial Companies in Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 9, 25–32.
- Schiantarelli, F. & Alessandro Sembenelli. 1997. The Maturity Structure of Debt, Determinants and Effects on Firms Performance, Evidence from The United Kingdom and Italy. *World Bank Policy Research, Working Paper*, 1699.
- Sheikh, N. A., & W. Zongjun. 2013. The Impact of Capital Structure on Performance: An Empirical Study of Non-Financial Listed Firms in

- Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(4), 354–368.
- Shyam-Sunder, Lakshmi & Stewart C. Myers. 1999. Testing Static Trade-off against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219–244.
- Simerly, R. L. & Mingfang Li. 2000. Environmental Dynamism, Capital Structure, and Performance: A Theoretical Integration and An Empirical Test. *Strategic Management Journal*, 21, 31–49.
- Singh, M. & Faircloth, S. 2005. The Impact of Corporate Debt on Long-term Investment and Firm Performance. *Applied Economics*, 37(8), 875–883.
- Singh, S., & Singh, A. 2018. Study on the Relationship of Firm's Performance with Capital Structure-Evidence from Taiwan, 8(3), 307–314.
- Van Horne, James C. & John M. Wachowicz, Jr. 2008. *Fundamentals of Financial Management*. Harlow: Pearson Education.