

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Industri Manufaktur Kriteria Syariah Di Bursa Efek Indonesia

Muhamad Umar Mai¹, Setiawan²

Jurusan Akuntansi, Politeknik Negeri Bandung, Bandung, Indonesia

Abstract. Sharia criteria companies are not permitted to have a ratio of total interest-based debt to total assets of more than 45%, and a ratio of total non-halal income to total income of more than 10%. Financial literature and research results to date have yet to agree on the relationship between capital structure and firms performance. This research was conducted at Sharia criteria manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange in 2011-2017. This study uses a balanced panel data that is analyzed by E-views software through the Random Effect Model. The results of the analysis prove that the capital structure (BLEV) has a positive effect on firm performance (TBNSQ and ROE). SIZE and AGE control variables are positively related to firm performance (TBNSQ and ROE). This research proves that liquidity (LIQ) has a positive relationship, and TANG shows a negative relationship with firm performance (TBNSQ and ROE).

Keywords. Capital Structure; Criteria Of Sharia Firm; Firm Performance.

Abstrak. Perusahaan-perusahaan kriteria Syariah tidak diperkenankan memiliki rasio total utang berbasis bunga terhadap total aset lebih dari 45%, dan rasio total pendapatan tidak halal terhadap total pendapatan lebih dari 10%. Literatur keuangan dan hasil-hasil penelitian sampai saat ini belum sepakat tentang hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2017. Penelitian ini menggunakan balance panel data yang dianalisis dengan software E-views melalui Random Effect Model. Hasil analisis membuktikan bahwa struktur modal (BLEV) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (TBNSQ dan ROE). Variabel kontrol SIZE dan AGE berhubungan positif dengan kinerja perusahaan (TBNSQ dan ROE). Penelitian ini membuktikan bahwa Likuiditas (LIQ) memiliki hubungan positif, dan TANG menunjukkan hubungan yang negatif dengan kinerja perusahaan (TBNSQ dan ROE).

Kata kunci. Kinerja Perusahaan; Perusahaan Kriteria Syariah; Struktur Modal.

Corresponding author. Email: umar.mai@polban.ac.id¹, setiawan@polban.ac.id²

How to cite this article. Mai, M. U., & Setiawan. (2020). Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan dan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 8(1), 159-170.

History of article. Received: Desember 2019, Revision: Februari 2020, Published: April 2020.

Online ISSN: 2541-061X. Print ISSN: 2338-1507. DOI: 10.17509/jrak.v8i1.20065.

Copyright©2020. Published by Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan. Program Studi Akuntansi. FPEB. UPI.

PENDAHULUAN

Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No: Kep-208/BI/ 2012 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang sahamnya dapat dimasukan dalam kategori ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia) harus memenuhi dua hal, yaitu: Pertama, kegiatan usaha perusahaan tidak melanggar syariat Islam, yaitu tidak melakukan kegiatan usaha yang meliputi sebagai berikut: (a) perjudian dan permainan yang tergolong judi, (b) perdagangan yang dilarang syariat Islam, yang meliputi antara lain perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang atau

jasa serta perdagangan dengan penawaran/ permintaan palsu, (c) jasa keuangan ribawi, antara lain bank berbasis bunga dan perusahaan pembiayaan berbasis bunga, (d) jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/ atau judi (*maisir*) antara lain asuransi konvensional, (e) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/ atau menyediakan antara lain: barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dhatihi*), barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN MUI serta barang atau jasa yang merusak moral dan/ atau bersifat mudharat, dan (f) melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*riswah*); Kedua,

memenuhi rasio keuangan sebagai berikut: (a) total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima per seratus), dan (b) total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10 persen. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam kategori ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia), memiliki perbedaan atau keterbatasan, baik dari sisi pendanaan maupun dari sisi pendapatan, yang pada gilirannya akan berdampak pada keputusan struktur modal dan capaian kinerja perusahaan.

Berkenaan dengan keputusan struktur modal dan hubungannya dengan kinerja perusahaan, literatur keuangan menegaskan bahwa keputusan struktur modal adalah faktor yang relevan dalam menjelaskan kinerja perusahaan atau sering disebut dengan nilai yang dibuat bagi pemegang saham (Vo & Ellis, 2017). Namun demikian, penelitian teoritis dan empiris melaporkan hubungan yang tidak konsisten bahkan kontradiktif antara keputusan struktur modal dan kinerja perusahaan. Studi kembali dilakukan Faccio and Xu, (2015); Serfling (2016), Ardalan (2017) dan Le and Phan (2017), tetapi, tetap belum ada kesepakatan yang dapat dicapai. Pertanyaan apakah struktur modal mempengaruhi kinerja perusahaan, berlanjut sebagai salah satu masalah penting dalam keuangan perusahaan (Li, Niskanen, & Niskanen, 2019). Sebagian besar studi tentang hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan dilakukan pada perusahaan-perusahaan konvensional di negara-negara maju, yaitu Amerika Serikat, Inggris, dan Kanada (Vo & Ellis, 2017). Sedangkan, bukti empiris yang diperoleh pada perusahaan-perusahaan yang mematuhi ketentuan Syariah di negara-negara berkembang adalah sangat sedikit. Dengan demikian, penting dan menarik untuk dilakukan penelitian tentang struktur modal dan kinerja dari perusahaan-perusahaan yang masuk kriteria Syariah di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang masuk kriteria Syariah (ISSI) di Bursa Efek Indonesia. Adapun, alasan dipilihnya sektor manufaktur adalah untuk menghilangkan bias industri, selain itu, sektor manufaktur merupakan industri terbesar di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya, penelitian ini menyertakan variabel kontrol yaitu *firm-specific factors* dalam menjelaskan hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan. Hal ini dimaksudkan untuk meminimalkan bias dari spesifikasi model yang dikembangkan. Dengan demikian, tujuan penelitian ini adalah untuk: 1). Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan-perusahaan yang masuk kriteria Syariah di Bursa Efek Indonesia; 2). Menganalisis *firm-specific factors* dalam mengendalikan pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan-perusahaan yang masuk kriteria Syariah di Bursa Efek Indonesia.

KAJIAN LITERATUR

Struktur modal telah menarik perhatian para peneliti akademisi sejak Modigliani and Miller (1958) mengusulkan teori MM yang menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan dengan nilai perusahaan pada situasi pasar yang sempurna. Namun demikian, pasar yang sempurna tidak pernah ada dalam kenyataannya, sehingga teori MM tidak berlaku. Jensen and Meckling (1976) mengusulkan teori agensi tentang struktur modal, dan struktur modal opsional ditentukan oleh biaya agensi yang dihasilkan dari konflik antara pemilik dan manajer. Jensen (1986) menyiratkan bahwa pilihan pembiayaan yang dipenuhi melalui utang dapat mengurangi aliran kas perusahaan yang tersedia untuk manajer, sehingga mengurangi biaya agensi. Stulz (1990) menjelaskan bahwa utang dapat mencegah manajer untuk membiayai proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan. Beberapa dekade yang lalu studi yang dilakukan oleh Hart and Moore (1995) membuktikan bahwa pembiayaan dari sumber utang dapat memainkan peran penting dalam mengurangi

biaya agensi yang terjadi antara manajer dan pemegang saham.

Kraus and Litzenberger (1973) mengusulkan teori *trade-off*, yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam menentukan struktur modalnya dilakukan melalui keseimbangan antara manfaat dan biaya yang berkaitan dengan utang, yaitu *trade-off* antara manfaat perlindungan pajak dan risiko kebangkrutan Myers and Majluf (1984). Teori ini menyiratkan hubungan positif antara struktur modal dan kinerja perusahaan (Strebulaev, 2007). Sebaliknya, teori *pecking-order* berpendapat bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan pembiayaan internal yang memiliki risiko terkecil yaitu melalui laba ditahan terlebih dahulu; kedua adalah utang, dan diikuti oleh ekuitas sebagai opsi terakhir untuk sumber pembiayaan (Myers & Majluf, 1984). Teori *pecking-order* menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan (Çekrezi, 2013).

Struktur Modal dan Kinerja Perusahaan

Studi teoritis dan empiris yang telah dilakukan sebelumnya melaporkan bahwa ada hubungan yang tidak konsisten dan kontradiktif antara struktur modal dan kinerja perusahaan (Li et al., 2019). Di satu sisi, banyak studi empiris menunjukkan bahwa antara struktur modal dan kinerja perusahaan terdapat hubungan negatif yang konsisten dengan teori *pecking order* (Chakraborty, 2010; Huang & Song, 2006; Margaritis & Psillaki, 2010). Hubungan negatif antara struktur modal dan kinerja perusahaan juga dibuktikan dengan hasil studi yang dilakukan Vo and Ellis (2017) dan Li, Niskanen and Niskanen (2019).

Sebaliknya, penelitian yang dilakukan Berger and Udell (2006), Gungoraydinoglu and Oztekin (2011), dan Degryse, de Goeij and Kappert (2012) membuktikan bahwa struktur modal berkorelasi positif dengan kinerja perusahaan yang konsisten dengan teori *trade-off*. Teori *trade-off* menjelaskan bahwa hubungan positif antara struktur modal dan kinerja perusahaan terjadi karena perusahaan-perusahaan yang *profitable* akan

menanggung biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) yang lebih rendah. Hal ini mengakibatkan pembiayaan dengan menggunakan utang menjadi lebih murah. Hubungan positif antara struktur modal dan kinerja perusahaan sebagaimana diprediksi Teori Trade-Off ditunjukkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Graham (2000), Delcours (2007), Deesomsak, Paudyal and Pescetto (2009), dan Piaw and Jais (2014).

Penelitian ini menggunakan dua pendekatan untuk kinerja perusahaan, yaitu kinerja pasar yang diukur dengan *Tobin's Q Ratio* dan kinerja akuntansi yang diukur dengan *Return On Equity*. Merujuk pada teori *trade-off*, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1: Struktur modal berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q Ratio* (TBNQ).

H2: Struktur modal berpengaruh positif terhadap *Return On Equity* (ROE).

Variabel Kendali

Penelitian ini mengikutsertakan *firm-specific factors* sebagai variabel kendali (*control variables*). Sebagaimana telah dikemukakan bahwa diikutsertakannya variabel kontrol pada penelitian ini dimaksudkan untuk meminimalkan bias dari spesifikasi model persamaan yang dikembangkan (Dawar, 2014; Detthamrong, Chancharat, & Vithessonthi, 2017). Keberadaan variabel kendali (*firm-specific factors*) tidak dihipotesiskan. Namun demikian, secara teknis hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan akan berbeda, baik arah hubungan, besarnya koefisien, dan signifikansinya, ketika kehadiran atau ketidakhadiran variabel-variabel lain, dan itu adalah fungsi dari variabel kendali.

Firm-specific factors yang ditempatkan sebagai variabel kontrol pada penelitian ini, terdiri dari: ukuran perusahaan; usia perusahaan; pertumbuhan penjualan; likuiditas; dan tangibilitas. Ukuran dapat memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan, karena perbedaan dalam lingkungan operasi, akses ke pasar modal, diversifikasi bisnis dan asimetri informasi (Frank & Goyal, 2003; Sadeghian, Latifi,

Soroush, & Aghabagher, 2012). Penelitian Dawar (2014) dan Vo and Ellis (2017) membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Namun, penelitian Li, Niskanen and Niskanen (2019) membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Perusahaan dengan usia yang lebih tua, akan mampu mencapai skala ekonomi yang menguntungkan, dan dapat menghadapi tuntutan modernisasi (Lappalainen & Niskanen, 2012). Namun, penelitian Dawar (2014) membuktikan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, ini berarti bahwa perusahaan-perusahaan yang muda lebih mampu beradaptasi dengan perubahan produk kompetitif dan faktor pasar. Hasil penelitian (Li et al., 2019) menyimpulkan bahwa variabel kendali umur perusahaan dan juga ukuran berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, ini menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih muda dan lebih kecil berkinerja lebih baik.

Beberapa penelitian sebelumnya membuktikan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan, ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dari investasi yang dijalkannya (Margaritis & Psillaki, 2010; Nunes, Serrasqueiro, & Sequeira, 2007; Zeitun & Tian, 2007). Penelitian Dawar (2014) melaporkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Namun, penelitian Lazar (2016) di Rumania, dan studi Charles, Ahmed and Joshua (2018) di Nigeria melaporkan bahwa pertumbuhan penjualan berhubungan positif dengan kinerja perusahaan. Likuiditas telah digunakan secara luas dalam literatur keuangan, dan hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap likuiditas (Sibilkov, 2009). Achchuthan and Kajanathan (2013) menemukan bahwa keputusan struktur modal sangat tergantung pada keputusan manajemen likuiditas. Penelitian Lazar and Istrate (2018) dan studi Dawar (2014)

membuktikan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang menandakan manfaat dari manajemen modal kerja yang unggul dan keuntungan yang timbul karena biaya bunga yang lebih rendah.

Tangibilitas atau aset berwujud menunjukkan besarnya aktiva tetap (*fixed assets*) yang dikaitkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Tangibilitas mudah dipantau serta dapat memberikan jaminan yang baik bagi para kreditor, dan cenderung mengurangi konflik keagenan (Booth, Aivazian, Demircuc-Kunt, & Maksimovic, 2001). Sebaliknya, perusahaan yang memiliki tingkat aset tidak berwujud yang tinggi (tangibilitas rendah) lebih memiliki lebih banyak peluang untuk melakukan investasi dalam jangka panjang, dan akibatnya hubungan negatif antara tangibilitas dan kinerja perusahaan (Nunes et al., 2007; Zeitun & Tian, 2007). Namun demikian, penelitian Dawar (2014) melaporkan bahwa Tangibilitas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa aset berwujud dapat mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan kreditor.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia. Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang masuk dalam kriteria Syariah (ISSI). Sampel untuk penelitian ini ditentukan dengan menggunakan *purposive sampling*, adapun kriteria yang digunakan adalah bahwa perusahaan harus: 1) Berturut-turut masuk kriteria Syariah untuk pengamatan mulai tahun 2011 sampai tahun 2017; 2) Mempublikasi *financial report* tahun 2011 sampai tahun 2017; 3) Mempublikasi *annual report* untuk pengamatan mulai tahun 2011 sampai tahun 2017.

Penelitian ini menggunakan tiga jenis variabel, terdiri dari: 1) Variabel dependen yaitu *Firm Performance*; 2) Variabel independen yaitu *Capital Structure*; dan 3) Variabel kontrol atau kendali yaitu *Firm-Specific Factors* yang berupa: ukuran perusahaan; usia perusahaan; pertumbuhan

penjualan; tangibilitas; dan likuiditas perusahaan.

Proksi variabel kinerja perusahaan menggunakan dua pendekatan, yaitu: 1) Kinerja pasar yang diukur dengan *Tobin's Q Ratio* (TBNQ), sebagaimana telah digunakan Khasawneh & Staytiah (2017); 2) Kinerja akuntansi yang diukur dengan *Return On Equity* (ROE), sebagaimana telah digunakan Dawar (2014) dan Detthamrong *et al.* (2017). Berikut adalah cara menghitung nilai kedua variabel tersebut.

$$TBNQ = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Book Value of Debt}}{\text{Book Value of Assets}}$$

$$ROE = \text{Earning After Tax} / \text{Total Equity}$$

Pada penelitian ini proksi variabel untuk Struktur Modal adalah menggunakan pendekatan *Book Leverage* (BLEV), sebagaimana yang telah digunakan dalam studi Yildirim (2018) dan Moradia & Paulet (2019). BLEV dihitung dengan cara membagi Total Utang dengan Total Aset yang dimiliki perusahaan pada tahun yang sama. Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE); Usia Perusahaan (AGE); Pertumbuhan Penjualan (SGW); Likuiditas (LIQ); dan Tangibilitas Aset (TNG); dihitung dengan merujuk pada penelitian yang dilakukan Dawar (2014); Li, Niskanen and Niskanen (2019); Yildirim, Masih and Bacha (2018).

Cara untuk menghitung nilai variabel-variabel lainnya, adalah sebagai tersebut: SIZE diukur dengan logaritma natural dari total aset; AGE adalah jumlah tahun sejak perusahaan beroperasi hingga tanggal pengamatan; SGW adalah perubahan penjualan antara tahun pengamatan dan tahun sebelumnya; LIQ adalah rasio *cash and cash*

equivalents terhadap *current assets*; dan TNG adalah rasio aset tetap bersih terhadap total aset. Data yang dianalisis pada penelitian ini adalah *balance panel data*, sehingga alat analisis yang paling tepat digunakan adalah E-views. Selanjutnya, model atau persamaan statistik yang dikembangkan untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$TBNQ_{it} = \epsilon_0 + \epsilon_1 BLEV_{i,t} + \epsilon_2 SIZE_{i,t} + \epsilon_3 AGE_{i,t} + \epsilon_4 SGW_{i,t} + \epsilon_5 LIQ_{i,t} + \epsilon_6 TNG_{i,t} + u_{i,t}$$

$$ROE_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BLEV_{i,t} + \gamma_2 SIZE_{i,t} + \gamma_3 AGE_{i,t} + \gamma_4 SGW_{i,t} + \gamma_5 LIQ_{i,t} + \gamma_6 TNG_{i,t} + u_{i,t}$$

Dimana:

TBNQ_{i,t} = *Tobin's Q Ratio of Firm i at time t*; *ROE_{i,t}* = *Return on Equity of Firm i at time t*; *BLEV_{i,t}* = *Book Leverage for Firm i at time t*; *SIZE_{i,t}* = *Size of Firm i at time t*; *AGE_{i,t}* = *Age of Firm i at time t*; *SGW* = *Sales Growth of Firm i at time t*; *LIQ_{i,t}* = *Quick ratio of Firm i at time t*; *TNG_{i,t}* = *Tangibility of Firm i at time t*; γ_0 dan ϵ_0 = *Common y-intercept*; γ_1 dan $\epsilon_1 - \gamma_6$ dan ϵ_6 = *Coefficients of the concerned explanatory variables*; *u_{i,t}* = *Stochastic error term of Firm i at time t*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan pada hasil pengumpulan data diperoleh bahwa jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel adalah sebanyak 61 emiten/perusahaan. Pengamatan dilakukan selama tujuh tahun (tahun 2011-2017). Jadi, jumlah yang dianalisis adalah 427 pasang data. Tabel 1 berikut menyajikan deskriptif statistik untuk data yang dianalisis.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	TBNQ	ROE	BLEV	SIZE	AGE	SGW	LIQ	TNG
Mean	1.9279	0.1179	0.3957	14.4016	37.5344	0.0905	0.7165	0.3346
Median	1.0252	0.0909	0.3747	14.2407	36.2224	0.08563	0.2593	0.3128
Maximum	37.6621	2.7309	1.2205	19.5047	100.9288	7.3596	9.9173	0.8906
Minimum	0.1019	-1.5218	0.0094	11.3785	16.8412	-0.9629	0.0054	0.0005
Std. Dev.	3.0797	0.2345	0.1856	1.6812	12.7671	0.4134	1.1478	0.1784
Observations	427	427	427	427	427	427	427	427

Sumber: Bursa Efek Indonesia yang diolah.

Tabel 1 di atas menunjukkan bahwa nilai rata-rata variabel BLEV dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang masuk kriteria Syariah adalah di bawah 45%, yaitu 0.396. Hal ini menunjukkan bahwa pada umumnya perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah di Bursa Efek Indonesia patuh terhadap Keputusan Bapepam LK No. KEP-208/ BL/2012 berkenaan dengan struktur modal. Tabel 1 juga menunjukkan bahwa nilai maksimum dari variabel BLEV mencapai 1.221, namun kelebihan nilai BLEV di atas 45% tersebut, tentunya bukan utang dari sumber yang melanggar ketentuan.

Jumlah perusahaan yang dianalisis pada penelitian ini untuk tiap tahunnya jauh lebih banyak (61 perusahaan) dibandingkan periode tahun (tujuh tahun), ini merekomendasikan bahwa *random effect model* lebih baik untuk digunakan. Selain itu, hasil uji Hausman diperoleh nilai *probability* >0,05, yaitu 0,512 untuk TBNQ dan sebesar 0.491 untuk ROE. Dengan demikian, berdasarkan pada kondisi tersebut, maka *random effect model* yang paling tepat digunakan untuk menganalisis kedua persamaan yang ada pada penelitian ini. Selanjutnya, ringkasan hasil analisis data menggunakan software E-Views versi 9.0 dan dengan memilih *random effect model*, disajikan pada Tabel 2 berikut:

Tabel 2. Ringkasan Hasil Analisis Data

Determinants	Dependen Variabel TBNQ			Dependen Variabel ROE		
	Coeff.	t-Stat.	Prob.	Coeff.	t-Stat.	Prob.
BLEV	4.7164	4.7178	0.0000***	0.1657	1.9298	0.0543**
SIZE	0.3592	2.2981	0.0220**	0.0105	0.9577	0.3388
AGE	0.0522	2.4233	0.0158**	0.0038	2.6616	0.0081***
SGW	-0.0602	-0.2528	0.8005	-0.0280	-1.2141	0.2254
LIQ	0.2863	1.9572	0.0510**	0.0119	0.9124	0.3621
TNG	-3.4426	-3.6235	0.0003***	-0.1717	-2.0965	0.0366***
<i>R-squared</i>			0.113323			0.046598
<i>Adjusted R-squared</i>			0.100657			0.032978
<i>F-statistic</i>			8.946486			3.421260
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000000***					0.002619**

** Significant at 5% level. *** Significant at 1% level.

Sumber: Hasil analisis menggunakan E-Views dan *random effect model*

Tabel 2 menyajikan hasil analisis regresi menggunakan *Random Effect Model*(REM) untuk menguji hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan yang diukur dengan kinerja pasar (TBNQ) dan kinerja buku atau akuntansi ROE (Model 1 dan 2). Tabel 2 menunjukkan bahwa untuk persamaan atau (model) 1 yang menempatkan kinerja pasar (TBNQ) sebagai variabel dependen, memiliki nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.100657 atau 10,07%. Dengan demikian pengaruh variabel independen BLEV dan variabel-variabel kendali berupa SIZE, AGE, TANG, SGW, dan LIQ terhadap TBNQ adalah sebesar 10,07%. Determinan dari variabel-variabel

lainnya yang tidak terdapat pada model persamaan 1, memiliki pengaruh yang lebih sebesar, yaitu 89,03%. Namun demikian, nilai *F-statistic* yang diperoleh adalah sebesar 8.946486 dan nilai *Prob (F-statistic)* sebesar 0.000000, yang menunjukkan bahwa model persamaan 1 yang dikembangkan pada penelitian ini adalah layak atau mencapai *goodness of fit* yang sangat memadai.

Tabel 2 di atas juga menunjukkan bahwa untuk persamaan atau (model) 2 yang menempatkan kinerja akuntansi (ROE) sebagai variabel dependen, memiliki nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.032978 atau 3,30%. Dengan demikian pengaruh variabel independen BLEV dan variabel-variabel

kendali berupa SIZE, AGE, TANG, SGW, dan LIQ terhadap ROE adalah sebesar 3,30%. Determinan dari variabel-variabel lainnya yang tidak terdapat pada model persamaan 2, memiliki pengaruh sebesar 96,70%. Namun, nilai *F-statistic* yang diperoleh adalah 3.421260 dan nilai *Prob (F-statistic)* sebesar 0.002619 (kurang dari 0,050), yang menunjukkan bahwa model persamaan 2 yang dikembangkan pada penelitian ini adalah layak atau telah mencapai *goodness of fit* yang memadai.

Pembahasan

Struktur Modal dan Kinerja Perusahaan

Tabel 2 untuk model persamaan 1, menunjukkan bahwa BLEV berpengaruh positif terhadap TBNQ dengan nilai koefisien sebesar 4,7164, dan tingkat signifikansi sebesar 1%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah dengan proporsi utang yang lebih besar dalam struktur modal mereka, memiliki kinerja pasar yang lebih tinggi. Tabel 2 untuk model persamaan 2, juga menunjukkan bahwa BLEV berpengaruh positif terhadap ROE dengan nilai koefisien sebesar 0.1657, dan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah dengan proporsi utang yang lebih besar dalam struktur modal mereka, memiliki kinerja akuntansi yang lebih tinggi. Keputusan pendanaan melalui utang dapat meningkatkan produktivitas ekuitas yang diinvestasikan pemilik, apabila proyek investasi yang didanai dengan utang itu dapat memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi dibandingkan dengan biaya atas penggunaan utang tersebut.

Temuan ini sesuai dengan *agency theory* yang digagas oleh Jensen (1986), Stulz (1990), dan Hart and Moore (1995), yang menjelaskan bahwa pilihan pembiayaan utang dapat mengurangi biaya agensi antara manajer dan pemegang saham karena utang dapat mencegah manajer untuk membiayai proyek yang tidak menguntungkan. Temuan ini juga sejalan dengan *trade-off theory* yang digagas oleh Kraus and Litzenberger (1973) dan Myers and Majluf (1984), yang menunjukkan

bahwa perusahaan dalam menentukan struktur modalnya dilakukan melalui keseimbangan antara manfaat perlindungan pajak dan biaya kebangkrutan yang berkaitan dengan utang. Kedua teori tersebut menyiratkan adanya hubungan yang positif antara struktur modal dan kinerja perusahaan (Strebulaev, 2007).

Sebagian besar penelitian menemukan bukti adanya hubungan negatif antara struktur modal dan kinerja perusahaan, diantaranya, Dawar (2014), Vo and Ellis (2017) di Vietnam, Yildirim, Masih and Bacha (2018), dan penelitian Li, Niskanen and Niskanen (2019) pada UKM di Negara Eropa. Namun, hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Gungoraydinoglu and Oztekin (2011), Degryse, de Goeij and Kappert (2012), Detthamrong, Chancharat and Vithessonthi (2017) di Thailand, dan Ramli, Latan and Solovida (2019) untuk sampel di Pasar Modal Malaysia, yang membuktikan, struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Studi Ebaid (2009), Connelly, Limpaphayom and Nagarajan (2012), dan Al-Taani (2013) menemukan bukti yang berbeda dengan kedua kelompok penelitian di atas, mereka membuktikan bahwa struktur modal tidak berhubungan dengan kinerja perusahaan.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah yang memiliki keterbatasan dalam menentukan proporsi utang yang bersifat ribawi dalam struktur modal mereka, yaitu maksimum 45%. Hubungan positif antara BLEV dan TBNQ menunjukkan adanya apresiasi yang baik dari para investor terhadap keputusan perusahaan untuk menambah utang, di atas 45%, dari sumber yang tidak melanggar ketentuan Syariah. Hubungan positif antara BLEV dan ROE, dijelaskan oleh Detthamrong, Chancharat and Vithessonthi (2017) yang menyatakan bahwa para kreditor dapat memantau manajemen perusahaan dengan lebih baik daripada *outside shareholders*. Pemantauan yang lebih baik dari para kreditor itu dapat mengurangi masalah investasi yang dilakukan manajemen perusahaan pada proyek-proyek yang dapat menurunkan nilai, sehingga meningkatkan

kinerja perusahaan. Dengan demikian Hipotesis 1 yang menyatakan bahwa: Struktur modal berpengaruh positif terhadap *Tobin's Q Ratio* (TBNQ), dan Hipotesis 2 yang menyatakan bahwa: Struktur modal berpengaruh positif terhadap *Return On Equity* (ROE), **diterima**.

Ukuran dan Kinerja Perusahaan

Tabel 2 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap kinerja pasar (TBNQ), dengan koefisien regresi sebesar 0,3592 dan tingkat signifikansi 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah dengan ukuran perusahaan yang lebih besar, memiliki kinerja pasar (TBNQ) yang lebih tinggi. Pengaruh SIZE terhadap ROE memiliki arah yang positif dengan nilai koefisien sebesar 0,0105, tetapi pengaruh itu tidak signifikan secara statistik (0.3388).

Hubungan positif antara SIZE dan TBNQ adalah sejalan dengan temuan Dawar (2014) dan Vo and Ellis (2017). Para peneliti tersebut menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih besar akan menikmati skala ekonomi yang lebih luas, dan memiliki kemampuan yang besar dalam mempengaruhi atau menguasai pasar produk dan pasar dari faktor-faktor produksinya. Lebih lanjut, hasil studi Frank and Goyal (2003) dan Sadeghian *et al.* (2012) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan dapat memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan, karena perbedaan dalam lingkungan operasi, akses ke pasar modal, diversifikasi bisnis dan asimetri informasi.

Umur dan Kinerja Perusahaan

Hasil analisis yang disajikan pada Tabel 2, menunjukkan bahwa umur perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, baik terhadap kinerja pasar (TBNQ) maupun terhadap kinerja akuntansi ROE). Pengaruh AGE terhadap TBNQ memiliki koefisien sebesar 0,0522 dengan tingkat signifikansi sebesar 5%, sedangkan pengaruh AGE terhadap ROE memiliki koefisien sebesar 0,0038 dengan tingkat

signifikansi sebesar 5%. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah dengan umur yang lebih tua, memiliki kinerja yang lebih tinggi.

Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Dawar (2014) dan Li, Niskanen and Niskanen (2019) yang membuktikan bahwa umur berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan-perusahaan yang muda lebih mampu beradaptasi dengan perubahan produk kompetitif dan faktor pasar. Namun, pengaruh positif AGE terhadap TBNQ dan ROE sebagaimana hasil penelitian ini, adalah sesuai dengan Lappalainen and Niskanen (2012), yang menjelaskan bahwa dengan usia yang lebih tua, akan mampu mencapai skala ekonomi yang menguntungkan, dan dapat menghadapi tuntutan modernisasi.

Pertumbuhan Penjualan dan Kinerja Perusahaan

Hasil analisis yang disajikan pada Tabel 2, menunjukkan bahwa pengaruh *Sales Growth* (SGW) terhadap TBNQ memiliki koefisien -0,0602, dengan nilai *probability* 0,8005. Ini menunjukkan bahwa SGW tidak berpengaruh terhadap TBNQ. Pengaruh *Sales Growth* (SGW) terhadap ROE memiliki koefisien -0.0280, dengan nilai *probability* 0.2254. Ini menunjukkan bahwa SGW tidak berpengaruh terhadap ROE. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa besar kecilnya pertumbuhan penjualan tidak ada hubungannya dengan kinerja dari perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah.

Penelitian ini tidak dapat membuktikan adanya hubungan yang signifikan antara *Sales Growth* (SGW) dan kinerja perusahaan, baik terhadap TBNQ maupun terhadap ROE. Temuan ini sesuai dengan hasil studi yang dilakukan oleh Dawar (2014) yang melaporkan bahwa pertumbuhan penjualan (*Sales Growth*) tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Tetapi, temuan ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Lazăr (2016) di Rumania dan Charles, Ahmed and Joshua (2018) di Nigeria yang melaporkan bahwa pertumbuhan

penjualan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Likuiditas dan Kinerja Perusahaan

Hasil analisis sebagaimana disajikan pada Tabel 2, menunjukkan bahwa pengaruh Likuiditas (LIQ) terhadap TBNQ memiliki koefisien 0.2863, dengan nilai *probability* 0.0510 atau signifikan pada *level* 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah dengan tingkat likuiditas yang lebih tinggi, memiliki kinerja pasar (TBNQ) yang lebih tinggi pula. Pengaruh LIQ terhadap ROE memiliki arah yang positif dengan nilai koefisien sebesar 0.0119, tetapi pengaruh itu tidak signifikan secara statistik yang ditunjukkan dengan nilai *probability* 0.3621.

Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian Achchuthan and Kajanathan (2013) yang membuktikan bahwa keputusan struktur modal sangat tergantung pada keputusan manajemen likuiditas. Selain itu, penelitian Lazăr and Istrate (2018) dan hasil studi Dawar (2014) membuktikan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, hal ini menandakan adanya manfaat dari manajemen modal kerja yang unggul dan keuntungan yang timbul karena biaya bunga yang lebih rendah.

Tangibilitas dan Kinerja Perusahaan

Hasil analisis yang disajikan pada Tabel 2, menunjukkan bahwa pengaruh Tangibilitas (TNG) terhadap TBNQ memiliki koefisien -3.4426, dengan nilai *probability* 0.0003 atau signifikan pada *level* 1%. Pengaruh Tangibilitas (TNG) terhadap ROE memiliki koefisien -0.1717, dengan nilai *probability* 0.0366 atau signifikan pada *level* 5%. Dengan demikian, penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur Syariah dengan rasio *fixed assets to total assets* (TNG) yang lebih besar, memiliki kinerja yang lebih rendah, baik untuk kinerja pasar (TBNQ) maupun kinerja akuntansi (ROE).

Temuan ini berbeda dengan hasil studi Dawar (2014) yang membuktikan bahwa Tangibilitas berbubung positif dengan

kinerja perusahaan. Tangibilitas yang lebih besar mengindikasikan risiko yang lebih tinggi, dan para investor di Pasar Modal cenderung kurang mengapresiasi, sehingga hubungan TNG dan TBNQ adalah negatif. Pengadaan *fixed asset* biasanya didanai dari ekuitas, akibatnya proporsi ekuitas bertambah dalam struktur modal perusahaan, hal ini menyebabkan rasio *Earnings After Tax to Total Equity* (ROE) turun. Temuan ini sesuai dengan hasil studi Zeitun and Tian (2007) dan Nunes, Serrasqueiro and Sequeira (2007) yang membuktikan bahwa perusahaan dengan tingkat aset tidak berwujud yang lebih tinggi (tangibilitas rendah) memiliki banyak peluang investasi dalam jangka panjang, akibatnya hubungan negatif antara tangibilitas dan kinerja perusahaan.

SIMPULAN

Perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah di Bursa Efek Indonesia, secara umum menunjukkan kepatuhannya terhadap Keputusan Bapepam LK No. II. K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, melalui Keputusan Bapepam LK No. KEP-208/BL/2012, yang menyatakan bahwa rasio total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45%. Hal ini ditunjukkan dengan nilai rata-rata *Book Leverage* (BLEV) yang diukur dengan *Total Debt to Total Assets Ratio* dari 61 perusahaan (sampel perusahaan pada penelitian ini) yang secara berturut-turut masuk kriteria Syariah dari tahun 2011 sampai 2017 adalah sebesar 39,60%.

Perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah dengan BLEV yang lebih besar, memiliki kinerja yang lebih tinggi, baik untuk TBNQ maupun ROE. Perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria Syariah dengan ukuran (SIZE) dan umur (AGE) yang lebih besar dan tua, memiliki kinerja baik TBNQ maupun ROE yang lebih tinggi. Ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut telah mampu mencapai skala ekonomi yang menguntungkan, dan dapat menghadapi tuntutan modernisasi.

Penelitian ini tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara *Sales*

Growth (SGW) dan kinerja perusahaan, baik terhadap TBNQ maupun terhadap ROE. TNG yang besar mengindikasikan adanya risiko yang tinggi, dan pengadaan *fixed asset* biasanya dibiayai ekuitas, akibatnya TNG berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan, baik dengan TBNQ maupun ROE. Tingkat likuiditas yang lebih tinggi berhubungan dengan kinerja perusahaan yang lebih tinggi pula, ini menunjukkan pengelolaan modal kerja yang unggul dan keuntungan yang timbul karena biaya bunga yang lebih rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- Achchuthan, S., & Kajanathan, R. (2013). Corporate Governance practices and Working Capital Management Efficiency: Special Reference to Listed Manufacturing companies in Sri Lanka. *Information and Knowledge Management*, 3(2), 216–226.
- Al-Taani, K. (2013). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Jordan. *Journal of Finance and Accounting*, 1(3), 41. <https://doi.org/10.11648/j.jfa.20130103.1>
- Ardalan, K. (2017). Capital structure theory: Reconsidered. *Research in International Business and Finance*, 39(PB), 696–710.
- Berger, A., & Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065–1102.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Çekrezi, A. (2013). Impact of Firm Level Factors on Capital. *European Journal of Sustainable Development*, 2(4), 135–148.
- Chakraborty, I. (2010). Capital structure in an emerging stock market: The case of India. *Research in International Business and Finance*, 24(3), 295–314.
- Charles, D., Ahmed, M. N., & Joshua, O. (2018). Effect of Firm Characteristics on Profitability of Listed Consumer Goods Companies in Nigeria. *Journal of Accounting, Auditing and Financial Studies*, 4(2), 14–31.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1722–1743.
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190–1206.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2009). Debt Maturity Structure and the 1997 Asian Financial Crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), 26–42.
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431–447. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8>
- Delcours, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics & Finance*, 16(3), 400–415.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Ebaid, I. E.-S. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *Journal of Risk Finance*, 10(5), 477–487.
- Faccio, M., & Xu, J. (2015). Taxes and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(03), 277–300.

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901–1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Gungoraydinoglu, A., & Oztekin, O. (2011). Firm- and country-level determinants of corporate leverage: Some new international evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1457–1474.
- Hart, O., & Moore, J. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review*, 85(3), 567–585.
- Huang, G., & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14–36.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.2307/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Lappalainen, J., & Niskanen, M. (2012). Financial performance of SMEs: impact of ownership structure and board composition. *Management Research Review*, 35(11), 1088–1108. <https://doi.org/10.1108/01409171211276954>
- Lazăr, S. (2016). Determinants of Firm Performance: Evidence from Romanian Listed Companies. *Review of Economic and Business Studies*, 9(1), 53–69. <https://doi.org/10.1515/rebs-2016-0025>
- Lazăr, S., & Istrate, C. (2018). Corporate tax-mix and firm performance. A comprehensive assessment for romanian listed companies. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 31(1), 1258–1272. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1482225>
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42(C), 710–726.
- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs. *Managerial Finance*, 45(5), 582–601. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2017-0018>
- Mai, M. U., & Setiawan. (2014). Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan dan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 1(2), 155–166.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://doi.org/10.1136/bmj.2.3594.952>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nunes, P. J. M., Serrasqueiro, Z., & Sequeira, T. (2007). Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach. *The Service Industries Journal*, 29(5), 693–707.
- Piaw, L. L., & Jais, M. (2014). The Capital

- Structure of Malaysian Firms in the Aftermath of the Asian Financial Crisis 1997. *Conference Proceedings of the 2nd International Conference on Management*. Malaysia.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
- Sadeghian, N. S., Latifi, M. M., Soroush, S., & Aghabagher, Z. T. (2012). Debt Policy and Corporate Performance: Empirical Evidence from Tehran Stock Exchange Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(11), 217–224. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n11p217>
- Serfling, M. (2016). Firing Costs and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 71(5), 2239–2286.
- Sibilkov, V. (2009). Asset Liquidity and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(05), 1173–1196.
- Strebulaev, I. (2007). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? *Journal of Finance*, 62(4), 1747–1787.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90–94. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.flr.2016.10.014>
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 198–219. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.06.008>
- Zeitun, R., & Tian, G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40–61. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v1i4.3>