



Jurusan Akuntansi Masyarakat Akuntansi Multiparadigma Indonesia



## RELEVANKAH TEORI STRUKTUR MODAL DI INDONESIA?

<sup>1</sup>Sumani, <sup>1</sup>Ahmad Roziq, <sup>2</sup>Daniel T H Manurung

Universitas Jember, Jl. Kalimantan No.37, Jember 68121

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Widya Gama, Jl. Gatot Subroto No.4, Lumajang 67352

Surel: sumani@unej.ac.id

Volume 11  
Nomor 2  
Halaman 373-385  
Malang, Agustus 2020  
ISSN 2086-7603  
e-ISSN 2089-5879

Tanggal Masuk:  
**19 Maret 2020**  
Tanggal Revisi:  
**13 Juli 2020**  
Tanggal Diterima:  
**31 Agustus 2020**

### Kata kunci:

biaya keagenan,  
kebijakan dividen,  
profitabilitas,  
struktur modal

**Abstrak: Relevankah Teori Struktur Modal di Indonesia?** Tujuan penelitian ini adalah untuk menelaah relevansi teori struktur modal pada aspek optimalisasi terjadinya risiko berdasarkan *pecking order theory*, *trade off theory*, dan teori agensi. Metode yang digunakan adalah regresi berganda pada perusahaan manufaktur terbuka di Indonesia tahun 2010-2018. Penelitian ini menemukan bahwa beberapa indikator teori struktur modal tidak relevan dengan ketiga teori tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan harus menekan biaya modal, peluang bangkrut, dan biaya keagenan melalui keseimbangan pendanaan antara yang diinginkan oleh agen ataupun prinsipal.

**Abstract: Is Capital Structure Theory Relevant to Indonesia?** The purpose of this study is to examine the relevance of capital structure theory on the aspects of optimizing risk based on *pecking order theory*, *trade-off theory*, and *agency theory*. The method used is multiple regression in public manufacturing companies in Indonesia in 2010-2018. This study finds that several indicators of capital structure theory are not relevant to the three theories. This shows that the company must reduce the cost of capital, bankruptcy opportunities, and agency costs through a balance of funding that is desired by agents and principals.



**Mengutip ini sebagai:** Sumani., Roziq, A., & Manurung, D. T. H. (2020). Relevankah Teori Struktur Modal di Indonesia? *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 11(2), 373-385. <https://doi.org/10.21776/ub.jamal.2020.11.2.22>

Indonesia merupakan negara besar yang memiliki peran penting di antara negara-negara yang ada di Asia Tenggara. Peran Indonesia sangat penting terkait dengan kemajuan dan perkembangan industri manufaktur. Sektor manufaktur telah memberikan kontribusi di dalam peningkatan perekonomian di Indonesia sebesar 20,27 persen sehingga peran Indonesia dapat berubah dari *commodity based* menjadi *manufacture based*. Dengan demikian, Indonesia dapat menjadi bagian dari perusahaan manufaktur terbesar se-Asia Tenggara. Terkait dengan fenomena tersebut, keberadaan struktur

modal merupakan hal yang urgen. Isu struktur modal menjadi pembahasan yang sangat menarik dan relevan hingga saat sekarang, semenjak teori ini dikembangkan Modigliani & Miller (1958). Bertahun-tahun berbagai studi berupaya mencari jawaban tentang bagaimana teori struktur pendanaan dapat mempengaruhi kinerja dan jumlah modal yang dibutuhkan, tentunya dengan memperhatikan *cost and utility* yang berasal dari pinjaman. Utang yang memberikan biaya bunga relatif murah diperlukan oleh perusahaan sehingga seringkali biaya bunga merupakan bagian yang sangat penting da-

lam struktur pembiayaan bagi perusahaan. Namun, kreditor tidak akan selalu memberikan pendanaan, terutama ketika risiko kredit terlalu tinggi untuk suatu perusahaan (Kumar et al., 2017). Penelitian Myers & Majluf (1984) mengelompokkan dua teori yang menjelaskan struktur modal yaitu *balance theory/trade-off theory* (TOT) serta *pecking order theory* (POT). Valaskova et al. (2019) menambahkan dengan teori agensi (*agency theory*) terkait struktur modal. Namun, selama ini permasalahan penelitian tentang teori struktur modal didekati secara terpisah dan memberikan hasil yang berbeda-beda (Acaravci, 2015; Al-Maghzom et al., 2016; Kyissima et al., 2019; Mielcarz et al., 2018; Nguyen et al., 2019; Rani et al. 2019; Sharma, 2018).

Dalam struktur modal, POT menganalisis apabila suatu perusahaan mempunyai kemampuan memperoleh laba yang tinggi biasanya memakai utang yang sedikit ataupun sebaliknya. Ini bukan semata-mata memiliki target utang yang rendah, tetapi karena memang tidak memerlukan pendanaan eksternal sebab dana dari dalam sudah dianggap cukup (Serrasqueiro & Caetano, 2015). Buvanendra et al. (2017) berpandangan bahwa teori struktur modal telah diperluas dengan adanya penerapan dividen terhadap peluang investasi dan mendanai kesempatan investasi dengan terlebih dahulu mendanai dengan dana internal. Selain itu, semakin meningkat struktur aset, maka dapat menunjukkan jaminan aset yang dimiliki perusahaan semakin banyak dan apabila perusahaan membutuhkan tambahan pendanaan, dana internal tidak mencukupi sehingga potensi perusahaan untuk memanfaatkan utang akan semakin tinggi. Hal ini disebabkan perusahaan punya jaminan aset yang cukup (Otieno & Ngwenya, 2015). Penelitian ini menguji relevansi teori struktur modal dengan konsep POT, dimana kebijakan dividen dan struktur aset mempengaruhi tetapi tidak menguntungkan struktur modal dan profitabilitas. (Abdulla, 2017; Ajay & Madhumathi, 2015; Bhama et al., 2018; Bonaimé et al., 2014; Chatzinias & Papadopoulos, 2018; Fama & French, 2002; Jaisinghani & Kanjilal, 2017; Köksal & Orman, 2015; Kyissima et al., 2019; Ma & Xu, 2020; Serrasqueiro, 2011; Sharma, 2018; Wellalage & Locke, 2014).

*Trade off theory* (TOT) menyatakan bahwa perusahaan akan menggali sumber pendanaan dari utang dengan cara

menyeimbangkan terhadap tingkat tertentu (Chatzinias & Papadopoulos, 2018). Teori ini berasumsi sumber pajak yang berasal dari utang sama dengan biaya *financial distress* (Chaklader & Jaisinghani, 2017). TOT memiliki dampak bahwasannya manajer berpikir tentang rerangka *trade off* termasuk perlindungan pajak dan *financial distress*. Rani et al. (2019) menjelaskan bahwa *trade off theory* bagi perusahaan dapat menyelaraskan fungsi perlindungan pajak dan utang karena adanya potensi kehancuran. Perusahaan yang mengalami kehancuran akan tetap memiliki kewajiban terhadap pertanggungjawaban, baik dari aspek pelaporan maupun kepatuhan pada perundang-undangan dan pada akhirnya perusahaan tersebut juga akan ditinggalkan para pembeli, *supplier*, dan karyawan yang loyal (Buus, 2015). Penelitian ini menguji relevansi teori struktur modal dengan konsep TOT, bahwa *tax shield* berpengaruh terhadap struktur modal (Damak & Hamad, 2019; Eisdorfer & O'Brien, 2012; Ghosh, 2018; Modigliani & Miller, 1963; Sharma, 2018; Yeh, 2018).

Teori agensi menunjukkan bahwa perusahaan merupakan kumpulan kontrak antara prinsipal dengan agen. Kontrak tersebut dimaksudkan untuk menyelaraskan kepentingan terjadinya konflik (Matemilola et al., 2019). Chipeta & Deressa (2016) menyatakan bahwa hubungan keagenan dapat menimbulkan dua masalah, yaitu adanya asimetri informasi dan konflik kepentingan. Dalam mencegah terjadinya masalah keagenan tentunya akan dapat menimbulkan *agency cost* yang akan dialihkan, baik kepada prinsipal maupun agen. Jensen & Meckling (1976) berargumentasi bahwa biaya keagenan mencakup biaya pengawasan, biaya bonding, dan biaya akibat turunnya kesejahteraan prinsipal, sedangkan Asad et al. (2020) dan Brown et al. (2019) menunjukkan satu cara untuk meminimalkan permasalahan keagenan dengan melakukan tata kelola perusahaan dengan baik (GCG). Penelitian dilakukan menguji relevansi teori struktur modal dengan konsep teori agensi, bahwa *corporate governance* berdampak terhadap struktur modal (Devos et al., 2017; Jaisinghani & Kanjilal, 2018; Mielcarz et al., 2018; Sherif, 2015; Susanti et al., 2017; Sakr & Be-deir, 2019; Shyu, 2013; Su, 2010).

Pengujian teori struktur modal pada perusahaan manufaktur menjadi bagian penting untuk meningkatkan efisiensi dalam

Tabel 1. Pendefinisian Variabel

No.	Variabel Penelitian	Deskripsi Operasional Variabel	Sumber
1.	Kebijakan Dividen (DPR)	Proporsi antara deviden per lembar dengan laba per lembar	Ding et al. (2018)
2.	Profitabilitas (ROE)	Proporsi laba bersih dengan modal sendiri	Allini et al. (2018)
3.	Struktur Aset (SA)	Proporsi aktiva tetap beserta total aktiva	Kyissima et al. (2019), Wellalage & Locke (2014)
4.	<i>Debt Tax Shield</i> (DTS)	Proporsi pembayaran bunga beserta laba di luar bunga dan pajak	Ajay & Madhumathi (2015), Yooa & Wu (2019)
5.	<i>Non-Debt Tax Shield</i> (NDTS)	Proporsi penyusutan ditotal amortisasi beserta total aset	Damak & Hamad (2019), Mohammad et al. (2019)
6.	Kepemilikan Manajerial (KM)	Proporsi kepemilikan pihak internal beserta total keseluruhan saham yang beredar	Mollah et al. (2012), Zaid et al. (2020)
7.	Kepemilikan Institusional (KI)	Proporsi total kepemilikan saham institusi dibagi total saham perusahaan	Chang et al. (2015), Sherif (2015), Susanti et al. (2017)
8.	Komisaris Independen (KOI)	Proporsi jumlah komisaris independen yang duduk di dewan komisaris	Mielcarz et al. (2018); Zhong & Zhang (2018)
9.	Komite Audit (KA)	Jumlah komite audit di perusahaan	(Maghzom et al., 2016)
10.	Struktur Modal (DER)	Proporsi utang dengan modal sendiri	Andrés et al. (2018), Dawa & Namatovu (2014)

kebijakan struktur pendanaan. Penelitian struktur modal terkait dengan konsep POT, TOT, dan teori agensi masih minim dilakukan. Penelitian ini berfokus untuk mengetahui risiko terkait dengan struktur modal dan bagaimana perusahaan dapat mengelola pendanaan utang dan profitabilitas. Berdasarkan pemahaman yang telah diuraikan terkait dengan penelitian, maka tujuan dari penelitian ini adalah menelaah relevansi teori struktur modal dalam prespektif POT, TOT, dan teori agensi.

#### METODE

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2010 sampai dengan 2018. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 102 perusahaan. Periode pengamatan selama sembilan tahun, dengan menggunakan analisis data panel, maka jumlah pengamatan

sebanyak 918. Tabel 1 menunjukkan pemahaman terkait dengan variabel penelitian.

Dalam penelitian ini, normalitas data menjadi syarat utama. Pengujiannya melalui uji kolmogorov-smirnov. Apabila data yang dihasilkan tidak normal berarti persyaratan belum dipenuhi, maka langkah selanjutnya melakukan penyesuaian data dengan cara mengubah data dalam Z-Score (O'Neill & Stern, 2012; Tasdan & Yeniay, 2014). Model persamaan regresi berganda yang disusun adalah sebagai berikut.

Model 1: Teori Struktur Modal dengan Konsep POT

$$DER = \alpha_1 + \beta_1 DPR + \beta_2 ROE + \beta_3 SA + \varepsilon_1$$

Model 2: Teori Struktur Modal dengan Konsep TOT

$$DER = \alpha_2 + \beta_4 DTS + \beta_5 NDTS + \varepsilon_2$$

**Tabel 2. Hasil Uji Normalitas Data**

Model	Asymp Sig (2 tailed)	Signifikansi
1	0,930	0,05
2	0,418	0,05
3	0,670	0,05

Model 3: Teori Struktur Modal dengan Konsep *Agency Theory*

$$DER = \alpha_3 + \beta_6 KM + \beta_7 KI + \beta_8 KOI + \beta_9 KA + \varepsilon_3$$

Pengujian asumsi klasik dimulai dengan melakukan pengujian normalitas model untuk menganalisis apakah dalam model regresi (persamaan 1, 2, dan 3) akan berdistribusi normal atau mendekati normal. Selanjutnya, keberadaan unsur heteroskedastisitas pada data dapat ditelaah melalui uji glejser (Gujarati, 2004). Selain itu, uji multikolinearitas untuk mengetahui antarvariabel independen saling terjadi korelasi atau tidak, apabila nilai toleransi lebih 0,10 dan nilai VIF tidak mencapai 10, maka tidak terdapat multikolinearitas antarvariabel independen. Uji autokorelasi yaitu ukuran untuk menentukan keberadaan masalah autokorelasi dengan uji Durbin-Watson (DW), yaitu jika  $d_u < DW < 4 - d_l$ , maka autokorelasi pada model regresi tidak dikatakan ada (Ghozali, 2016).

Dalam menguji relevansi teori struktur modal menggunakan uji statistik (Ghozali

2016; Gujarati, 2004). Uji yang digunakan adalah uji satu sisi. Adapun kriteria pengujian adalah jika *p-value* > 0,05, maka struktur modal pada perusahaan manufaktur tidak relevan dengan konsep POT, TOT, dan teori agensi. Sebaliknya, *p-value* < 0,05 maka struktur modal perusahaan manufaktur relevan dengan konsep POT, TOT dan teori agensi.

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian normalitas berguna untuk menelaah apakah data terdistribusi normal atau di luar itu. Adapun pelaksanaan pengujian dilakukan dengan tingkat keyakinan 5%. Tabel 2 menggambarkan secara detail hasil pengujian.

Hasil pemeriksaan pada Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai *Asymp.Sig* persamaan 1 adalah sebesar 0,930, persamaan 2 sebesar 0,418, dan persamaan 3 sebesar 0,670. Hasil uji normalitas ketiga model menunjukkan lebih tinggi dari derajat keyakinan  $\alpha=0,05$ . Dengan demikian, ketiga model pendekatan teori pada struktur modal dapat dinyatakan berdistribusi normal.

**Tabel 3. Hasil Uji Asumsi Klasik**

Model		Koefisien		Uji Kolinearitas		VIF	Uji Durbin-Watson
		B	t	Signifikansi	Toleransi		
Model 1	Konstanta	0,361					2,107
	DPR	0,072	0,812	0,418	0,407	2,456	
	ROE	-0,006	-0,062	0,950	0,421	2,376	
	SA	0,075	1,502	0,136	0,462	2,167	
Model 2	Konstanta	1,262					2,115
	DTS	0,005	0,131	0,896	0,331	3,019	
	NDTS	0,015	0,363	0,717	0,331	3,019	
Model 3	Konstanta	0,038					2,210
	KM	-0,036	-1,093	0,277	0,610	1,639	
	KI	-0,040	-,978	0,330	0,590	1,695	
	KOI	0,038	0,793	0,429	0,694	1,442	
	KA	-0,010	-0,337	0,737	0,998	1,002	

**Tabel 4. Uji Teori Struktur Modal Persamaan 1**

Model	B	t	Signifikansi	Keterangan
Constant	0,552			
DPR	0,284	6,678	0,000	Signifikan (+)
ROE	-0,218	2,283	0,039	Signifikan (-)
SA	0,197	2,124	0,046	Signifikan (+)

Selanjutnya dilakukan pengujian asumsi klasik untuk mengetahui ketiga persamaan model tersebut dengan BLUE (*Best Linear Unbias Estimator*). Hasil ini dapat ditelaah pada Tabel 3.

Tabel 3 selain terpenuhi normalitas model, pada ketiga persamaan teori struktur modal tersebut juga tidak terjadi gejala heteroskedastisitas. Hasil ini ditandai dengan semua koefisien variabel dengan tingkat signifikansi lebih dari 0,05. Pada analisis pengujian multikolinieritas dinyatakan bahwa masing-masing variabel bebas pada semua persamaan regresi (1, 2, dan 3) dengan nilai toleransi lebih dari 0,10 dan nilai VIF tidak mencapai 10, sehingga menunjukkan bebas dari multikolinieritas pada semua persamaan regresi. Pada ketiga model tersebut juga tidak terjadi gejala autokolerasi yang dibuktikan  $d_u < DW < 4-d_u$ , di mana model 1 sebesar 2,107 (di antara 1,789 dan 2,540); model 2 sebesar 2,115 (di antara 1,661 dan 2,412); model 3 sebesar 2,210 (di antara 1,832 dan 2,538).

Hasil pengujian teori struktur modal dengan konsep POT (model1) ditunjukkan pada Tabel 4. Pengujian pada Tabel 4 menghasilkan persamaan model regresi:

$$DER = 0,552 + 0,284DPR - 0,218ROE + 0,197SA$$

Pada sisi lainnya, Tabel 4 menunjukkan makna bahwa kebijakan dividen dan struktur aset berdampak dan mampu memacu struktur modal. Meskipun demikian, profitabilitas justru mengurangi struktur modal. Hasil ini mengindikasikan komposisi permodalan yang dijelaskan dengan kebijakan dividen, profitabilitas, dan struktur aset terbukti relevan dengan konsep POT.

Kebijakan dividen memiliki dampak bagi struktur modal. Besarnya hasil dividen yang diberikan pada periode sebelumnya akan semakin besar posisi utang pada struktur modal. Dengan demikian, pembagian dividen secara tunai akan berdampak

pada kecilnya sumber dana dari dalam perusahaan untuk membiayai pertumbuhan. Implikasinya, apabila ada kesempatan tumbuh yang lebih menguntungkan, maka perusahaan akan menggali sumber dana dari luar terutama dari utang (Bhama et al., 2018; Köksal & Orman, 2015).

Dalam praktiknya sebenarnya perusahaan belum dapat dikatakan aman apabila melakukan pembagian dividen tunai yang tinggi. Secara umum pemegang saham mengharapkan persentase dividen yang besar, khususnya pada saat perusahaan mampu menghasilkan kenaikan laba bersih secara kontinu. Meskipun demikian, hal tersebut justru menimbulkan permasalahan pada ketersediaan kas pada masa mendatang.

Sebenarnya dividen tunai dapat diganti dengan dividen saham. Meskipun demikian dividen saham akan dapat menarik para pemegang saham apabila kinerja perusahaan betul-betul baik. Jika kinerja tidak baik justru dividen saham akan menurunkan harga saham. Tentunya hal ini dipicu oleh jumlah saham yang beredar semakin banyak dan jumlah permintaan atas saham tersebut relatif tetap.

Profitabilitas berdampak adanya perubahan struktur modal. Perusahaan manufaktur dalam menentukan kebijakan utang mempertimbangkan tinggi rendahnya profitabilitas. Apabila profitabilitas tinggi, utang akan berkurang dan sebaliknya. Hasil temuan ini menyatakan semakin tinggi laba dihasilkan perusahaan akan semakin kecil penggalan dana dari utang. Tingginya laba berpeluang memperhitungkan jumlah laba ditahan yang berasal dari sumber dana perusahaan manufaktur sehingga dapat meminimalisasi pendanaan dari utang. Hal ini sejalan dengan POT (Myers & Majluf, 1984; Putri et al., 2016).

Struktur aset berdampak bagi struktur modal. Apabila aktiva tetap perusahaan meningkat, potensi perusahaan manufaktur untuk memanfaatkan utang semakin tinggi karena sumber dana internal tidak mencu-

**Tabel 5. Uji Teori Struktur Modal Persamaan 2**

Model	B	T	Signifikansi	Keterangan
Constant	0,356			
DTS	0,277	3,671	0,001	Signifikan (+)
NDTS	0,048	1,037	0,196	Tidak signifikan

kupi atau sebaliknya. Hidayah & Rahmawati (2019) dan Sharma (2018) berargumentasi bahwa struktur aktiva mempengaruhi pembelanjaan dalam bentuk utang disebabkan aset tetap berwujud bisa digunakan sebagai jaminan untuk menambah utang.

Selanjutnya, penulis melakukan pengujian teori struktur modal dengan konsep TOT (model 2) dan hasilnya tercermin pada Tabel 5. Hasil uji regresi pada Tabel 5 menghasilkan persamaan:

$$DER = 0,356 + 0,277DTS - 0,048NDTS$$

Pada sisi lainnya, Tabel 5 menunjukkan bahwa DTS berkorelasi dan bermakna, tetapi NDTS tidak berpengaruh terhadap DER. Hasil ini menunjukkan struktur modal yang dijelaskan dengan *debt tax shields* relevan dengan konsep TOT. Namun, struktur modal yang dijelaskan dengan *non-debt tax shields* tidak relevan dengan konsep TOT.

*Debt tax shields* memiliki dampak terhadap struktur modal perusahaan manufaktur. Oleh karena itu, *debt tax shields* menganjurkan perusahaan untuk lebih banyak menerima pinjaman karena bunga pinjaman yang dibebankan sebagai biaya terhadap perhitungan laba dapat mengurangi pajak penghasilan perusahaan. Dampak pengurangan pajak dilakukan sebagai dampak akibat dari pembayaran bunga (*debt tax shields*). Feng et al. (2020) dan Yeh (2018) juga menegaskan bahwa tingginya *debt tax shields* akan menyebabkan meningkatnya utang perusahaan. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa jika perusahaan memerlukan tambahan sumber dana eksternal, perusahaan akan mengutamakan utang daripada ekuitas karena manfaat perlindungan pajak. Dengan kata lain, semakin tinggi utang perusahaan, tentunya proporsi pembayaran bunga dengan laba sebelum bunga dan pajak juga akan semakin besar, dan pada akhirnya pendapatan kena pajak akan semakin kecil. Namun, ada hal yang tidak kalah pentingnya untuk diperhatikan yaitu manfaat perlindungan pajak melalui penambahan utang

apabila tidak dibatasi dan dikelola dengan baik justru akan memunculkan masalah yang lebih besar yaitu potensi perusahaan untuk bangkrut. Apabila perusahaan tersebut sudah mengarah pada kebangkrutan tentunya sangat sulit untuk pulih dan berkelanjutan lagi, sebab bebannya sudah terlalu besar dan dana untuk inovasi melalui R&D sangat terbatas bahkan tidak ada sehingga pada akhirnya produk perusahaan tersebut ditinggalkan oleh pasar dan ujung-ujungnya dilikuidasi.

NDTS tidak memiliki dampak terhadap DER. Hasil ini mengindikasikan sumber pendanaan yang berasal dari depresiasi dan amortisasi aktiva tetap dibandingkan dengan rata-rata kebutuhan dana setiap tahun tidak sepadan sehingga dana tersebut tidak memberikan dampak sebagai sumber pendanaan internal untuk membiayai investasi (Ghosh, 2018; Salawu & Agboola, 2008; Yooa & Wu, 2019). Bahkan, penurunan nilai aktiva tidak berwujud pada jangka waktu tertentu sangat jarang terjadi. Selain itu, ditunjukkan dari beberapa informasi hasil analisis deskriptif bahwa aktiva tetap pada perusahaan manufaktur banyak yang mengalami penambahan serta pembaharuan secara terus-menerus sehingga sebagian besar dana dari depresiasi sudah digunakan sesuai dengan fungsi yang sebenarnya. Pada akhirnya keberadaan NDTS betul-betul tidak dapat sebagai sumber pendanaan jangka panjang.

Hasil pengujian teori struktur modal dengan konsep teori agensi (model 3) ditunjukkan dalam Tabel 6. Hasil pengujian regresi pada Tabel 6 menghasilkan persamaan:

$$DER = 0,321 - 0,253KM - 0,075KI + 0,142KOI - 0,218KA$$

Pada sisi lainnya, Tabel 6 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial (KM) dan komite audit (KA) berkorelasi dan bermakna, tetapi kepemilikan Institusional (KI) dan komisaris independen (KOI) tidak berdampak dengan komposisi permodalan. Kondisi ini mengisyaratkan bahwa komposisi permodal-

Tabel 6. Uji Teori Struktur Modal Persamaan 3

Model	B	t	Signifikansi	Keterangan
Constant	0,321			
KM	-0,253	-3,671	0,001	Signifikan (-)
KI	-0,075	-1,037	0,196	Tidak signifikan (-)
KOI	0,142	1,525	0,117	Tidak signifikan (+)
KA	-0,218	-2,980	0,038	Signifikan (-)

an yang dijelaskan KM dan KA relevan dengan konsep teori agensi, namun determinasi struktur modal dengan kepemilikan institusional dan komisaris independen tidak relevan dengan konsep teori agensi.

Kepemilikan manajerial berdampak dan berkorelasi berlawanan bagi struktur modal. Sejalan dengan konsep teori agensi yang menjelaskan bahwa salah satu cara untuk dapat mengabaikan terjadinya konflik agensi, yaitu dengan menambahkan jumlah kepemilikan manajerial secara proporsional. Dengan bertambahnya komposisi kepemilikan manajerial, maka pihak manajemen akan lebih leluasa untuk mengendalikan perusahaan. Dengan demikian, pertumbuhan perusahaan akan semakin cepat dan semakin berinovasi. Kepemilikan oleh manajemen diketahui bisa menyelaraskan terjadinya kesenjangan kepentingan antara pemegang saham internal dengan pemegang saham eksternal sehingga kondisi ini dapat menurunkan biaya keagenan. Manajer akan mendapatkan manfaat secara langsung dari setiap tindakan yang dibuat. Namun, apabila salah tentunya akan memikul beban dan konsekuensi lainnya (Jaisinghani & Kanjilal, 2018; Ukaebu, 2014).

Kepemilikan institusional memiliki pengaruh tidak bermakna terhadap struktur modal. Kondisi tersebut menjelaskan proporsi kepemilikan institusional tidak berdampak pada komposisi utang dengan modal sendiri. Dengan demikian, fungsi *monitoring* pemilik institusional secara keseluruhan tidak mampu memitigasi masalah *asymmetry information* dan konflik keagenan (Attig et al., 2012; Putri et al., 2016).

Perusahaan manufaktur cenderung mendanai perusahaannya dengan modal internal (Pirzada et al., 2015) atau kemungkinan kepemilikan saham institusional tidak menjadi pemilik mayoritas sehingga tidak memiliki hak suara untuk mengontrol manajemen (Chow, 2019). Selain itu, investor ins-

titusional pada perusahaan manufaktur tidak memiliki jumlah perwakilan yang cukup bagi jajaran direksi perusahaan untuk dapat melakukan pengawasan langsung (Chadha & Sharma, 2016; Naomi et al., 2018).

Fenomena tersebut seperti juga ditegaskan oleh Chang et al. (2015), Sherif (2015), dan Susanti et al. (2017). Dalam hal ini perusahaan (pihak internal) memiliki power yang kuat untuk menentukan kebijakan terkait dengan proporsi pendanaan. Kondisi ini juga diperkuat dengan hasil analisis data diskriptif selama kurun waktu penelitian menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan saham institusional cenderung tetap. Namun, di sisi lain proporsi pendanaan mengalami perubahan secara terus menerus.

Komisaris independen memiliki pengaruh bagi struktur modal. Hasil yang menyatakan terkait dengan komisaris independen belum optimal bekerja di dalam mempengaruhi setiap pengambilan keputusan yang wajib dan dapat digunakan di dalam penambahan modal bagi perusahaan. Kondisi ini terjadi karena adanya penambahan anggota komisaris independen hanya sebagai pencapaian kepatutan tujuan. Implikasinya, tugas dewan komisaris independen belum maksimal, sementara pemegang saham tertinggi masih memiliki peranan penting di dalam setiap pertimbangan yang akan ditentukan terhadap struktur modal perusahaan (Mielcarz et al., 2018; Oino & Ukaebu, 2015).

Tugas dewan komisaris sebenarnya sangat penting, yaitu sebagai *business oversight*. Komisaris selalu melakukan pemantauan terhadap pengelolaan kapabilitas perusahaan untuk dapat bertahan sehingga proses bisnis dapat tumbuh dan berkembang (Črnigoj, 2013; Vo, 2017).

Komite audit belum memiliki dampak bagi struktur modal. Dengan bertambahnya komposisi komite audit pada perusahaan, potensi perusahaan manufaktur meman-

faatkan utang semakin sedikit dan sebaliknya. Kondisi ini menunjukkan bahwa besarnya komite audit akan meningkatkan fungsi *monitoring* dan evaluasi internal terhadap kebijakan manajer, terutama kebijakan yang menimbulkan risiko keuangan (utang). Komite audit juga dapat merancang suatu pengendalian yang dapat membatasi manajer terhadap kebutuhan sendiri sehingga diharapkan keputusan manajer dapat mengikat semua pihak yang berkepentingan dalam perusahaan. Maksud utamanya adalah mengurangi terjadinya problem agensi dan membentuk keseimbangan struktur modal yang dapat mengurangi biaya modal perusahaan. Artinya, adanya komite audit akan berdampak pada keseimbangan modal perusahaan manufaktur yang terbentuk atas kepentingan bersama antara pemilik dan manajer. Dengan demikian, akan menemukan komposisi yang dianggap wajar oleh manajer dan juga dianggap wajar oleh pemegang saham sehingga akan mengurangi konflik kepentingan antara prinsipal dan agen. Penelitian sebelumnya konsisten dengan hasil temuan beberapa peneliti (Devos et al., 2017; Sakr & Bedeir, 2019).

Hasil pengujian determinasi untuk model regresi persamaan 1 yang menyatakan nilai 0,316, mengindikasikan variabel kebijakan dividen, sedangkan profitabilitas dan struktur aset menjelaskan variabel struktur modal (DER) sebesar 31,6 persen dan 68,4 persen dihasilkan di luar model penelitian. Persamaan 2 menunjukkan angka sebesar 0,347, mengindikasikan DTS dan NDTs dapat menjelaskan variabel komposisi permodalan (DER) sebesar 34,7persen sedangkan 65,3 persen dibangun yang tidak disebutkan dalam persamaan model. Model 3 menyatakan nilai koefisien determinasi sebesar 0,352. Ini menjelaskan bahwa beberapa proksi *corporate governance* dapat menjelaskan variabel terikat (DER) sebesar 35,2 persen sedangkan 64,8 persen dibentuk di luar pengukuran. Pada umumnya kontribusi masing-masing variabel penelitian dalam setiap persamaan dalam membangun komposisi pendanaan secara rata-rata tidak melampaui 50 persen, baik pada konsep teori agensi, TOT, maupun POT. Rendahnya angka ini disebabkan oleh begitu banyak pertimbangan yang harus diperhatikan oleh pihak perusahaan dalam membuat kebijakan khususnya masalah pembiayaan dan harus dilakukan secara hati-hati terutama

berhubungan dengan faktor eksternal (inflasi, kurs, suku bunga, kebijakan pemerintah, globalisasi, dan lain-lain) yang sifatnya tidak dapat dikendalikan.

## SIMPULAN

Struktur modal perusahaan manufaktur dengan variabel penjelas kebijakan dividen, profitabilitas, dan struktur aset relevan dengan POT dan *debt tax shields* relevan dengan konsep TOT, juga kepemilikan manajerial dan komite audit terbukti relevan dengan konsep teori agensi, Namun, *non debt tax shields* tidak relevan dengan TOT dan kepemilikan institusional serta komisaris independen juga tidak relevan dengan teori agensi. Hasil penelitian menegaskan bahwa kebijakan dividen dan struktur aset memiliki dampak bagi struktur modal, selain itu profitabilitas berdampak langsung (relevan dengan POT). Demikian juga dengan struktur modal yang dijelaskan dengan *debt tax shield* relevan dengan konsep TOT sehingga variabel NDTs belum relevan, ditunjukkan adanya dampak positif antara DTS terhadap tingkat komposisi utang dan modal sendiri. Namun, NDTs bukan menjadi determinannya. Struktur modal dijelaskan dengan kepemilikan manajerial dan komite audit relevan dengan konsep teori agensi. Namun, kepemilikan institusional dan komisaris independen tidak relevan.

Implikasi praktis penelitian ini diharapkan perusahaan dapat menekan biaya modal, peluang bangkrut dan biaya keagenan, melalui keseimbangan pendanaan antara yang diinginkan oleh agen maupun prinsipal. Hal ini dapat terjadi apabila perusahaan manufaktur memahami dan melaksanakan kombinasi teori struktur modal dengan beberapa variabel penjelasnya. Perusahaan diharapkan mampu meningkatkan dan mengelola sistem pendanaan perusahaan sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor. Dalam konsep *Pecking Order Theory* perusahaan sebaiknya lebih meningkatkan profitabilitas sehingga mengurangi dampak adanya utang terhadap pihak lain, *Trade of Theory* dengan DTS dan NDTs, perusahaan sebaiknya juga lebih memprioritaskan NDTs walaupun yang signifikan DTS, dikarenakan perusahaan akan dapat meningkatkan sumber pendanaan internal sebagai sumber investasi. Selanjutnya, teori agensi perusahaan disarankan untuk dapat meningkatkan tata kelola dan struktur



kepemilikan secara optimal sehingga fungsi monitoring dapat berjalan dengan baik terutama dalam penggunaan sumber-sumber pendanaan terutama utang dan pengelolaan dana tersebut untuk berbagai macam rencana investasi dan pada akhirnya dapat menurunkan intensitas konflik kepentingan.

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak mengelompokkan perusahaan berdasarkan subsektor industri dan ukuran perusahaan sehingga hasil penelitian relatif umum (homogen). Peneliti selanjutnya diharapkan dapat meneliti pada masing-masing subsektor perusahaan manufaktur dan juga mempertimbangkan ukuran perusahaan (misal, besar dan sedang). Selain itu, usulan penelitian di masa yang akan mendatang diharapkan dapat menambah variabel penjelas teori struktur modal dan memperpanjang rentang waktu penelitian agar hasil penelitian lebih akurat lagi. Variabel penjelas yang dimaksud khususnya variabel makroekonomi, sebab variabel tersebut pada akhir-akhir ini tampaknya cukup dominan mempengaruhi struktur pendanaan perusahaan terutama perusahaan multinasional, sebab terdapat beberapa teori yang menjelaskan bahwa secara global banyak sekali faktor yang menyebabkan terjadinya kendala dalam menerapkan konsep POT bagi perusahaan manufaktur. Beberapa hal yang mendasari pentingnya teori struktur modal, yaitu dengan melakukan beberapa konsep di luar dari konsep POT (teori tentang urutan pembiayaan), TOT, dan teori keagenan. Hal ini diharapkan dapat mengetahui konsep teori struktur modal pada perusahaan.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Abdulla, Y. (2017). Capital Structure in a Tax-Free Economy: Evidence from UAE. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 102-116. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-11-2015-0144>
- Acaravci, S. K. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158-171. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-11-2012-0072>
- Ajay, R., & Madhumathi, R. (2015). Do Corporate Diversification and Earnings Management Practices Affect Capital Structure? An Empirical Analysis. *Journal of Indian Business Research*, 7(4), 360-378. <https://doi.org/10.1108/JIBR-01-2015-0008>
- Al-Maghzom, A., Hussainey, K., & Aly, D. (2016). Corporate Governance and Risk Disclosure: Evidence from Saudi Arabia. *Corporate Ownership and Control*, 13(2), 145-166. <https://doi.org/10.22495/cocv13i2p14>
- Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking Order and Market Timing Theory in Emerging Markets: The Case of Egyptian Firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 297-308. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.098>
- Andrés, P. D., Fuente, G. D. I., & Martin, P. S. (2018). Capital Structure Decisions: What Spanish CFOs Think. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 31(2), 306-325. <https://doi.org/10.1108/ARLA-10-2016-0267>
- Asad, F., Gulzar, S., Bangassa, K., & Khan, M. J. (2020). Capital Structure Adjustment and Market Reaction Following Seasoned Equity Offerings. *International Journal of Finance and Economics*, 25(3), 388-411. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1758>
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2012). Institutional Investment Horizon and Investment-Cash Flow Sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1164-1180. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.11.015>
- Bhama, V., Jain, P. K., & Yadav, S. S. (2018). Adherence to the Pecking Order in Deficit and Surplus Conditions: A Comparative Study of Firms in India and China. *Asian Journal of Business and Accounting*, 11(2), 55-84. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol11no2.2>
- Bonaimé, A. A., Öztekin, O., & Warr, R. S. (2014). Capital Structure, Equity Mispricing, and Stock Repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182-200. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.007>
- Brown, S., Dutordoir, M., Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. (2019). What is the Role of Institutional Investors in Corporate Capital Structure Decisions? A Survey Analysis. *Journal of Corporate Finance*, 58, 270-286. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.001>
- Buus, T. (2015). A General Free Cash Flow Theory of Capital Structure. *Journal of*

- Business Economics and Management*, 16(3), 675-695. <https://doi.org/10.3846/16111699.2013.770787>
- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiya-  
rajan, S. (2017). Firm Characteristics,  
Corporate Governance and Capital  
Structure Adjustments: A Comparative  
Study of Listed Firms in Sri Lanka and  
India. *IIMB Management Review*, 29(4),  
245-258. [https://doi.org/10.1016/j.  
iimb.2017.10.002](https://doi.org/10.1016/j.iimb.2017.10.002)
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2016). An Em-  
pirical Study on Capital Structure in In-  
dian Manufacturing Sector. *Global Busi-  
ness Review*, 17(2), 411-424. [https://  
doi.org/10.1177/0972150915619817](https://doi.org/10.1177/0972150915619817)
- Chaklader, B., & Jaisinghani, D. (2017).  
Testing Dynamic Trade-Off Theory of  
Capital Structure: An Empirical Study  
for the Textiles Industry in India and  
China. *Afro-Asian Journal of Finance  
and Accounting*, 7(4), 378-401. [https://  
doi.org/10.1504/AAJFA.2017.087516](https://doi.org/10.1504/AAJFA.2017.087516)
- Chang, C., Lin, J., & Yang, C. (2015). The  
Effect of Stochastic Interest Rates on a  
Firm's Capital Structure under a Gen-  
eralized Model. *Review of Quantitative  
Finance and Accounting*, 45(4), 695-  
719. [https://doi.org/10.1007/s11156-  
014-0452-6](https://doi.org/10.1007/s11156-014-0452-6)
- Chatzinas, G., & Papadopoulos, S. (2018).  
Trade-Off vs. Pecking Order Theory:  
Evidence from Greek Firms in a Period  
of Debt Crisis. *International Journal of  
Banking, Accounting and Finance*, 9(2),  
170-191. [https://doi.org/10.1504/  
IJBAAF.2018.092133](https://doi.org/10.1504/IJBAAF.2018.092133)
- Chipeta, C., & Deressa, C. (2016). The Asym-  
metric Effects of Financing Deficits and  
Surpluses on the Pecking Order Theory  
in Sub-Saharan Africa. *Investment Ana-  
lysts Journal*, 45(2), 81-94. [https://doi.  
org/10.1080/10293523.2015.1125063](https://doi.org/10.1080/10293523.2015.1125063)
- Chow, Y. P. (2019). Sectoral Analysis of  
the Determinants of Corporate Cap-  
ital Structure in Malaysia. *Organiza-  
tions and Markets in Emerging Econ-  
omies*, 10(2), 278-293. [https://doi.  
org/10.15388/omee.2019.10.14](https://doi.org/10.15388/omee.2019.10.14)
- Črnigoj, M. (2013). Risk Averse Insiders with  
Specific Objective Function and Capital  
Structure Choice in European Emerg-  
ing Economies. *Corporate Ownership  
and Control*, 11(1 H), 7-17. [https://doi.  
org/10.22495/cocv11i1conflp1](https://doi.org/10.22495/cocv11i1conflp1)
- Damak, S. T., & Hamad, S. B. (2019). Cap-  
ital Structure and Earnings Manage-  
ment: Evidence from Recent French  
Corporate Governance Context. *Inter-  
national Journal of Accounting, Audit-  
ing and Performance Evaluation*, 15(4),  
313-333. [https://doi.org/10.1504/  
IJAAPE.2019.106405](https://doi.org/10.1504/IJAAPE.2019.106405)
- Dawa, S., & Namatovu, R. (2014). Self-Fi-  
nance - Application of the Restricted  
Pecking Order Theory among Ugandan  
Women Entrepreneurs. *International  
Journal of Entrepreneurship and Small  
Business*, 21(4), 513-526. [https://doi.  
org/10.1504/IJESB.2014.062018](https://doi.org/10.1504/IJESB.2014.062018)
- Devos, E., Rahman, S., & Tsang, D. (2017).  
Debt Covenants and the Speed of Capital  
Structure Adjustment. *Journal of Cor-  
porate Finance*, 45, 1-18. [https://doi.  
org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.008](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.008)
- Ding, S., Kim, M., & Zhang, X. (2018). Do  
Firms Care about Investment Op-  
portunities? Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 52,  
214-237. [https://doi.org/10.1016/j.  
jcorpfin.2018.07.003](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.003)
- Eisdorfer, A., & O'Brien, T. J. (2012). The  
Firm-Specific Nature of Debt Tax  
Shields and Optimal Corporate In-  
vestment Decisions. *Managerial Fi-  
nance*, 38(6), 560-570. [https://doi.  
org/10.1108/03074351211226229](https://doi.org/10.1108/03074351211226229)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Test-  
ing Trade-Off and Pecking Order Pre-  
dictions about Dividends and Debt. *Re-  
view of Financial Studies*, 15(1), 1-33.  
<https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020).  
Corporate Governance, Ownership  
Structure and Capital Structure: Evi-  
dence from Chinese Real Estate List-  
ed Companies. *International Journal of  
Accounting and Information Man-  
agement*, 28(4), 759-783. [https://doi.  
org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042](https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042)
- Ghosh, S. (2018). Capital Structure, Own-  
ership and Crisis: Evidence from Middle  
East and North African Banks. *Account-  
ing Research Journal*, 31(2), 284-300.  
[https://doi.org/10.1108/ARJ-09-  
2015-0121](https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2015-0121)
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivar-  
iate dengan Program IBM SPSS 23* (8th  
ed.). Badan Penerbit Universitas Dipone-  
goro.
- Gujarati, D. (2004). *Basic Econometrics*. (3rd  
ed.). Mc-GrawHill.
- Hidayah, N. E. F., & Rahmawati. (2019).  
Manfaat Laba untuk Menambah Utang

- dan Mengurangi Pajak. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 10(2), 262-275. <https://doi.org/10.18202/jamal.2019.08.10015>
- Jaisinghani, D., & Kanjilal, K. (2017). Non-Linear Dynamics Of Size, Capital Structure and Profitability: Empirical Evidence from Indian Manufacturing Sector. *Asia Pacific Management Review*, 22(3), 159-165. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2016.12.003>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Developing Economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255-282. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9597-x>
- Kumar, S., Colomage, S., & Rao, P. (2017). Research on Capital Structure Determinants: A Review and Future Directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- Kyissima, K. H., Xue, G. Z., Kosselle, T. P. Y., & Abeid, A. R. (2019). Analysis of Capital Structure Stability of Listed Firms in China. *China Finance Review International*, 10(2), 213-228. <https://doi.org/10.1108/CFRI-05-2018-0044>
- Ma, J., & Xu, H. (2020). Empirical Analysis and Optimization of Capital Structure Adjustment. *Journal of Industrial and Management Optimization*, 16(3), 1037-1047. <https://doi.org/10.3934/JIMO.2018191>
- Matemilola, B. T., Bany-Arifin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2019). Impact of Institutional Quality on the Capital Structure of Firms in Developing Countries. *Emerging Markets Review*, 39, 175-209. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.04.003>
- Mielcarz, P., Osichuk, D., & Owczarkowski, R. (2018). Financial Restructuring and Target Capital Structure: An Iterative Algorithm for Shareholder Value Maximization. *Review of Accounting and Finance*, 17(2), 280-294. <https://doi.org/10.1108/RAF-01-2017-0001>
- Modigliani, F., & Miller, H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, H. M. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Mohammad, H. S., Bujang, I., & Hakim, T. A. (2019). Capital Structure and Financial Performance of Malaysian Construction Firms. *Asian Economic and Financial Review*, 9(12), 1306-1319. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.912.1306.1319>
- Mollah, A. S., Farooque, O. A., & Karim, W. (2012). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from an African Emerging Market. *Studies in Economics and Finance*, 29(4), 301-319. <https://doi.org/10.1108/10867371211266937>
- 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/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Naomi, P., Ekaputra, I. A., & Wibowo, B. (2018). The Role of Industrial Factors on Optimal Capital Structure Proxy: An Empirical Study on Indonesia Manufacture Companies. *Serbian Journal of Management*, 13(1), 105-113. <https://doi.org/10.5937/sjm13-16216>
- Nguyen, C. T., Bui, C. M., & Pham, T. D. (2019). Corporate Capital Structure Adjustments: Evidence from Vietnam Stock Exchange Market. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 41-53. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no3.41>
- O'Neill, T. J., & Stern, S. E. (2012). Finite Population Corrections for the Kolmogorov-Smirnov Tests. *Journal of Nonparametric Statistics*, 24(2), 497-504. <https://doi.org/10.1080/10485252.2011.650169>
- Oino, I., & Ukaegbu, B. (2015). The Impact of Profitability on Capital Structure and Speed of Adjustment: An Empirical Examination of Selected Firms in Nigerian Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 35, 111-121. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.004>
- Otieno, O. L., & Ngwenya, S. (2015). BI-Directional Relationship between Capital

- Structure and Financial Performance of Firms Listed on the Nairobi Securities Exchange. *Corporate Ownership and Control*, 12(4), 103-116. <https://doi.org/10.22495/cocv12i4p8>
- Pirzada, K., Mustapha, M. Z. B., & Wickramasinghe, D. (2015). Firm Performance, Institutional Ownership and Capital Structure: A Case of Malaysia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 170-176. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.025>
- Putri, I. L. A., Subekti, I., & Prihatiningtias, Y. W. (2016). Determinan Efisiensi Usaha Berdasarkan Tata Kelola Korporat. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 7(3), 349-363. <https://doi.org/10.18202/jamal.2016.12.7026>
- Rani, N., Yadav, S. S., & Tripathy, N. (2019). Capital Structure Dynamics of Indian Corporates. *Journal of Advances in Management Research*, 17(2), 212-225. <https://doi.org/10.1108/JAMR-12-2017-0125>
- Sakr, A., & Bedeir, A. (2019). Impact of Capital Structure on Firm's Performance: Focusing on Non-Financial Listed Egyptian Firms. *International Journal of Financial Research*, 10(6), 78-87. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n6p78>
- Sherif, M. (2015). Market Timing Behaviour, Bankruptcy Costs and Capital Structure Decisions in MENA: The Case of Egypt. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 11(3-4), 338-352. <https://doi.org/10.1504/IJAAP.2015.071586>
- Serraqueiro, Z. (2011). Are Capital Structure Decisions of Service SMEs Different? Empirical Evidence from Portugal. *Management Research Review*, 34(1), 34-57. <https://doi.org/10.1108/01409171111096469>
- Serraqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: Capital Structure Decisions in a Peripheral Region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>
- Sharma, R. K. (2018). Factors Affecting Financial Leveraging for BSE Listed Real Estate Development Companies in India. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 23(3), 274-294. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-01-2017-0002>
- Shyu, J. (2013). Ownership Structure, Capital Structure, and Performance of Group Affiliation: Evidence from Taiwanese Group-Affiliated Firms. *Managerial Finance*, 39(4), 404-420. <https://doi.org/10.1108/03074351311306210>
- Su, L. D. (2010). Ownership Structure, Corporate Diversification and Capital Structure: Evidence from China's Publicly Listed Firms. *Management Decision*, 48(2), 314-339. <https://doi.org/10.1108/00251741011022644>
- Susanti, L., Sudarma, Y. S., Nidar, S. R., & Mulyana, A. (2017). Effect of Capital Structure toward Firm Value at Different Levels of Managerial Ownership. *International Journal of Business and Globalisation*, 18(2), 276-289. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2017.081978>
- Tasdan, F. & Yeniay, O. (2014). A Shift Parameter Estimation Based on Smoothed Kolmogorov-Smirnov. *Journal of Applied Statistics*, 41(5), 1147-1159. <https://doi.org/10.1080/02664763.2013.862225>
- Ukaegbu, B. (2014). The Determinants of Capital Structure a Comparison of Financial and Non-Financial Firms in a Regulated Developing Country - Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 5(3), 341-368. <https://doi.org/10.1108/AJEMS-11-2012-0072>
- Valaskova, K., Lazaroiu, G., Olah, J., Siekelova, A., & Lancova, B. (2019). How Capital Structure Affects Business Valuation: A Case Study of Slovakia. *Central European Business Review*, 8(3), 1-17. <https://doi.org/10.18267/j.cebr.218>
- Vo, X. V. (2017). Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>
- Wellalage, N. H., & Locke, S. (2014). The Capital Structure of Sri Lankan Companies: A Quantile Regression Analysis. *Journal of Asia-Pacific Business*, 15(3), 211-230. <https://doi.org/10.1080/10599231.2014.934627>
- Yeh, H. H. (2018). How the Capital Structure of Firms is Determined Over Business Cycles: Further Evidence from the Construction Industry of Taiwan. *Construction Management and Economics*, 36(8), 459-471. <https://doi.org/10.1080/0146193.2018.1435896>

- Yooa, S., & Wu, J. (2019). Capital Structure and Stock Returns: Evidence from Korean Stock Markets. *Global Business and Finance Review*, 24(4), 8-23. <https://doi.org/10.17549/gbfr.2019.24.4.8>
- Zaid, M. A. A., Wang, M., Abuhijleh, S. T. F., Issa, A., Saleh, M. W. A., & Ali, F. (2020). Corporate Governance Practices and Capital Structure Decisions: The Moderating Effect of Gender Diversity. *Corporate Governance*, 20(5), 939-964. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>
- Zhong, T., & Zhang, T. (2018). "Peer Effects" in Capital Structure Decision of Chinese Firms-Empirical Investigation Based on Chinese a-Share Listed Firms. *Nankai Business Review International*, 9(3), 289-315. <https://doi.org/10.1108/NBRI-08-2017-0042>