

PENGARUH CAPITAL STRUCTURE TERHADAP FIRM VALUE DENGAN PROFITABILITY SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Anisa

Magister Manajemen Universitas Mulawarman
anaanisarijal@gmail.com

Ardi Paminto

FEB Universitas Mulawarman
ardi.paminto@feb.unmul.ac.id

Cornelius Rante Langi

FEB Universitas Mulawarman
cornelius.rante.langi@feb.unmul.ac.id

ABSTRACT

The aim of this study was to test the effect of capital structure on firm value. Meanwhile, 'profitability' served as the mediating variable on the mining companies which have been go public and registered in Indonesia Stock Exchange. This study belonged to quantitative research and it was expected to successfully measure the effects between the variables. Data collection was performed by using secondary data from the official website of Indonesia Stock Exchange (BEI), which is IDX, related to the 21 mining companies registered in BEI, of which these companies achieved profits in a period of three years (2016, 2017 and 2018). Data processing was performed by using a program so-called Smart PLS 3.0. The first result of this study implied that the variable namely 'profitability' was the one that partially mediated the effect of the capital structure on the firm value. The second result was that no direct effect was found between capital structure and firm value. As for the next research result, profitability has no impact on the firm value.

The companies with the ever growing risks would lead the creditor to increase the interest rates, resulting in the increment of the company's average capital costs. The companies who possessed big amount of debts tended to had higher average capital costs so the values of the companies were rather falling off

Keywords: Capital Structure, Firm Value, Profitability

PENDAHULUAN

Teori tentang struktur modal modern selalu didasarkan pada teori *irrelevant* yang dikemukakan oleh (Modigliani & Miller, 1958, 1963) yang menyatakan jika bunga tidak bisa dikurangkan dari pajak maka struktur modal tidak terkait dengan nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat ditentukan oleh keputusan operasional perusahaan dan ketepatan dalam berinvestasi.

Teori ini didasarkan pada asumsi tidak ada pajak, sehingga banyak kritik. Pada penelitian berikutnya Modigliani & Miller, (1963) memasukkan pajak sebagai pengurang laba, sehingga diperoleh kesimpulan bahwa struktur modal berhubungan positif dengan nilai

perusahaan. Semakin tinggi struktur modal semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Teori struktur modal oleh (Durand, 1989) yang terdiri dari tiga pendekatan yaitu pendekatan laba bersih (*net profit approach*), pendekatan pendapatan operasi bersih (*net operating income approach*) dan pendekatan tradisional (*traditional approach*). Pendekatan laba bersih menyatakan bahwa bahwa *cost of equity* dan *cost debt* konstan sehingga perusahaan dapat meningkatkan hutangnya pada titik dimana biaya modal rata-rata mendekati biaya hutang.

Nilai perusahaan pada awalnya mengalami tidak mengalami kenaikan tetapi semakin rendahnya biaya modal rata-rata menjadikan semakin meningkatnya nilai perusahaan. Pendekatan pendapatan operasional bersih

menyatakan bahwa biaya hutang dan biaya modal rata-rata tetap sehingga *cost of equity* meningkat sejalan dengan meningkatnya resiko perusahaan. Pendekatan tardisional menyatakan bahwa perusahaan mempunyai struktur modal optimal ketika nilai perusahaan maksimum atau struktur modal modal yang membuat biaya rata-rata modal menjadi minimum.

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan, yang merupakan hasil dari kinerja perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan merupakan cerminan dari keberhasilan perusahaan di mata investor dan menunjukkan meningkatnya kemakmuran pemilik perusahaan.

Memaksimalkan nilai perusahaan dapat tercapai jika perusahaan mempunyai sumber pendanaan yang kuat. Sumber pendanaan bisa berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan. Sumber pendanaan dari dalam perusahaan bisa berupa penambahan ekuitas melalui emisi saham baru maupun penggunaan laba yang ditahan yang di reinvestasikan kembali di perusahaan, sedangkan sumber pendanaan dari luar perusahaan bisa berupa hutang.

Perusahaan harus mengambil keputusan yang tepat agar penggunaan sumber pendanaan baik dari ekuitas, hutang atau kombinasi ekuitas dan hutang yang optimal. Perusahaan harus mampu memilih sumber dana yang dapat memberikan *weighted average cost of capital* yang paling rendah diantara sumber dana yang ada sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kombinasi penggunaan sumber pendanaan baik dari dalam maupun luar perusahaan itulah yang disebut dengan struktur modal.

Keputusan tentang struktur modal merupakan keputusan jangka panjang, karena dua alasan yaitu pertama melibatkan asset dan liabilities jangka panjang, kedua bersifat mengikat tindakan perusahaan untuk jangka waktu lebih dari satu tahun. Keputusan optimalisasi nilai perusahaan dan bersifat jangka panjang merupakan keputusan strategis yang sangat mempengaruhi mati hidupnya suatu perusahaan.

Perusahaan harus memutuskan struktur modal yang dapat mengoptimalkan atau memaksimalkan nilai perusahaan karena dapat karena dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham (Ross et al., 2010). Penggunaan sumber dana dari hutang bisa menjadikan

perusahaan akan mengalami kesulitan jika laba perusahaan turun sampai pada tahap tidak bisa menutupi bunga yang harus dibayar, sehingga perusahaan dapat mengalami kebangkrutan.

Struktur modal perusahaan adalah campuran spesifik hutang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasinya. Perusahaan harus memutuskan dual hal dalam masalah ini, pertama berapa jumlah dana yang harus dipinjam, hal ini menyangkut keputusan proporsi antara hutang dan ekuitas yang dapat mempengaruhi risiko dan nilai perusahaan, kedua sumber dana mana yang paling murah bagi perusahaan (Ross et al., 2010).

Penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan disebut juga sebagai *financial leverage*. Semakin banyak hutang perusahaan semakin besar pula tingkat *financial leverage* perusahaan. *Financial leverage* yang dimiliki perusahaan dapat mempunyai potensi untuk dapat meningkatkan keuntungan dan juga meningkatkan kerugian.

Financial leverage berpotensi untuk meningkatkan imbalan bagi pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi juga berpotensi untuk meningkatkan kesulitan keuangan dan kegagalan bisnis.

Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan persepsi investor terhadap kinerja perusahaan yang tercermin pada harga saham. Naiknya harga saham merupakan indikasi bahwa investor percaya atas kinerja perusahaan sehingga investor bersedia membayar lebih mahal atas saham perusahaan, hal tersebut juga mengindikasikan bahwa nilai perusahaan meningkat.

Demikian juga sebaliknya, jika investor tidak bersedia membeli saham perusahaan karena investor merasa bahwa kinerja perusahaan sedang dalam kondisi tidak baik, yang berarti nilai perusahaan turun. Nilai perusahaan juga sering dinyatakan dengan harga wajar yang bersedia dibayarkan oleh pembeli jika perusahaan tersebut dijual.

Persepsi investor terhadap harga yang bersedia dibayarkan sangat tergantung dengan persepsi investor terhadap resiko yang dihadapi oleh perusahaan tersebut. Resiko perusahaan juga sangat tergantung dengan proporsi modal asing maupun modal sendiri yang tercermin dalam struktur modal. Semakin tinggi modal asing (hutang) maka perusahaan mempunyai beban tetap yang harus dibayar semakin tinggi, sehingga resiko perusahaan gagal bayar juga semakin tinggi.

Perusahaan harus memperhatikan struktur modalnya untuk meminimalkan risiko dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Keputusan keuangan perusahaan selalu didasarkan pada upaya untuk memaksimalkan nilainya dan kekayaan pemegang saham. Keputusan struktur modal tidak hanya berkaitan dengan menemukan jenis pembiayaan aset yang tepat tetapi juga diharuskan untuk memilih perpaduan yang tepat dari opsi pembiayaan untuk berhasil menjalankan operasi perusahaan.

Kombinasi ekuitas dan hutang yang optimal atau tepat ini juga tergantung pada pilihan strategi bisnis perusahaan (Afza & Ahmed, 2017). *Agency cost* sebagai akibat adanya masalah moral *hazard* mengakibatkan biaya pemantauan dan insentif menjadi semakin tinggi.

Pembiayaan modal asing (hutang) bisa bertindak sebagai perangkat untuk mengontrol kedisiplinan sehingga mengurangi pemborosan arus kas manajer, sehingga pembiayaan hutang dapat mengurangi *agency cost* dan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan karena biaya hutang (bunga) merupakan komponen yang dapat mengurangi pembayaran pajak perusahaan (Lubatkin & Chatterjee, 1994).

Penelitian tentang struktur modal telah memberikan banyak ragam dalam temuannya. Hasil penelitian (Sultan & Adam, 2015) di Irak menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap profitabilitas. *Financial leverage* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Fosu, 2013). Penelitian (Zeitun & Haq, 2015) menegaskan bahwa hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Pengaruh leverage dengan ROE berbentuk U terbalik menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat leverage perusahaan akan meningkatkan kinerja perusahaan, tetapi pada batas tertentu meningkatnya *leverage* justru akan menurunkan kinerja perusahaan (Tran Thi Phuong & Nguyen, 2019)

Berdasarkan riset gap diatas maka pada penelitian ini akan dimasukkan profitabilitas sebagai variabel yang memediasi pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Keputusan struktur modal adalah yang vital karena profitabilitas suatu perusahaan secara langsung dipengaruhi oleh keputusan tersebut.

Peningkatan struktur modal berarti bahwa kemampuan perusahaan untuk mendapatkan dana

dari pihak ketiga semakin baik sehingga dapat meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba (profitabilitas) perusahaan semakin tinggi. Profitabilitas perusahaan yang semakin tinggi merupakan sinyal bahwa nilai perusahaan semakin baik.

Pemilihan dan penggunaan sumber modal yang optimal adalah salah satu elemen kunci dari strategi keuangan perusahaan. Penelitian ini akan dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada perusahaan sektor Pertambangan, karena sektor ini mengalami fluktuasi *index sector* yang cukup signifikan. Indek sector pertambangan pada tahun 2017 sebesar 1.593,999 dan pada tahun 2018 mengalami kenaikan sebesar 11.45% menjadi 1.776,622 sedangkan pada tahun 2019 mengalami penurunan yang cukup tinggi yaitu sebesar 12.83% menjadi 1.548.622 (<https://www.idx.co.id/produk/indeks/>, 2019).

Kinerja tahun 2019 yang mengalami penurunan menunjukkan bahwa persepsi investor terhadap kinerja perusahaan-perusahaan sektor pertambangan secara rata-rata dianggap tidak baik.

Kajian Pustaka

Struktur Modal

Struktur modal merupakan gabungan antara utang saham dan saham pemilik modal yang digunakan perusahaan untuk merencanakan mendapatkan keuntungan. Kebijakan struktur modal berkaitan dengan suatu pergantian antara risiko dan pengembalian. Risiko yang lebih tinggi cenderung akan menurunkan harga saham, tetapi ekspektasi tingkat pengembalian yang lebih tinggi akan menaikkan harga saham.

Sehingga kebijakan struktur modal yang sudah dibuat secara optimal harus menghasilkan keseimbangan antara pengembalian dan risiko agar dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Baik buruknya struktur modal dapat menghasilkan efek langsung terhadap posisi keuangan perusahaan, terutama karena dengan adanya hutang yang lumayan besar perusahaan akan mendapatkan beban

Teori MM tanpa pajak mengatakan bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Menurut mereka pembagian struktur modal perusahaan antara hutang dan modal sendiri selalu terdapat perlindungan atas nilai investasi.

Nilai investasi perusahaan tergantung dari keuntungan dan risiko yang didapatkan. Maka, adanya hutang ataupun tidak dalam perusahaan risiko yang akan dihadapi adalah sama. Pendekatan MM tanpa pajak dikoreksi dan memasukkan unsur pajak dalam analisisnya. MM mempertimbangkan struktur modal mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Mereka berpendapat jika perusahaan berhutang lebih banyak, maka biaya modal saham akan meningkat, sehingga penghematan pajak pun lebih besar. Pajak yang dibayarkan kepada pemerintah yang berarti aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena biaya bunga hutang dapat dipakai sebagai pengurang pajak. Sehingga jika pajak yang dibayarkan kecil, perusahaan dapat meningkatkan labanya.

Semakin besar penggunaan hutang maka semakin meningkat kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hal tersebut tidak mempertimbangkan kebangkrutan. Seperti pada teori sebelumnya tidak memperhatikan tingkat kebangkrutan perusahaan jika menggunakan hutang yang besar dalam struktur modal.

Kebangkrutan karena hutang yang meningkat akan menyebabkan konflik antara pemegang hutang dan pemegang saham yang akan berdampak buruk terhadap nilai perusahaan. Dalam teori *trade-off* semakin penggunaan hutang meningkat maka semakin meningkat *financial distress* dan *agency cost*. Artinya penggunaan hutang yang baik dan bisa meningkatkan nilai perusahaan, tetapi pada batas tertentu kenaikan pemakaian hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan.

Sesuai dengan penelitian Muharam 2017 teori *pecking order* menyatakan bahwa "Perusahaan yang memiliki banyak sumber dana dari internal cenderung didapatkan dari laba yang tinggi dan memiliki tingkat hutang yang rendah." Teori *pecking order* tidak memberi petunjuk seperti apa target struktur modal yang optimal.

Pecking order theory menjelaskan urutan pendanaan dimulai dari mengutamakan pendanaan yang tidak beresiko, minim resiko hingga yang beresiko tinggi. Pendanaan jangka panjang perusahaan dapat diperoleh dari 3 sumber yaitu laba ditahan, utang dan ekuitas (modal tambahan/penerbitan saham baru).

Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Teori

pecking order menggambarkan sebuah hirarki dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal dalam membiayai investasinya.

Teori ini mengatakan bahwa tidak semua pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan mempunyai informasi yang sama tentang prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih dari pihak lainnya.

Penggunaan hutang merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manager mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik dan ingin saham meningkat, maka manajer akan memberi tahu kepada investor. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak sebagai sinyal yang kredibel. Manajer dapat meminjam hutang lebih banyak dengan membawa keyakinan perusahaan lebih baik di masa depan. Karena perusahaan yang meningkatkan hutang dapat dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa depan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah suatu kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan yang tercermin dalam harga pasar saham perusahaan tersebut. (Ehrhardt & Brigham, 2011) menjelaskan bahwa pengukuran nilai perusahaan dapat menggunakan rasio-rasio penilaian atau rasio pasar. Rasio penilaian menjadi ukuran kinerja yang dianggap paling menyeluruh untuk suatu perusahaan dengan alasan penilaian ini sudah menunjukkan bagaimana pengaruh gabungan antara rasio hasil pengembalian dengan risiko.

Rasio penilaian perusahaan berkaitan langsung dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan dan kekayaan para pemegang saham. Rasio penilaian perusahaan yang digunakan adalah *market valueratio* yang terdiri dari 3 macam rasio yaitu PER (*price earnings ratio*), PCF (*price/cash flow ratio*) dan PBV (*price to book value ratio*).

PER adalah rasio yang membandingkan antara harga saham (yang diperoleh dari pasar modal) dan laba per lembar saham yang diperoleh pemilik perusahaan (disajikan dalam laporan keuangan). PCF adalah harga per lembar saham dibagi dengan arus kas per lembar saham (Afza & Ahmed, 2017). Sedangkan PBV adalah suatu rasio yang menunjukkan hubungan antara

harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku perusahaan.

Nilai perusahaan dalam penelitian ini akan diukur menggunakan PBV (*price to book value ratio*). Rasio PBV mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Keberhasilan perusahaan menciptakan nilai tersebut memberikan harapan kepada pemegang saham berupa keuntungan yang lebih besar pula. PBV memiliki beberapa keunggulan meliputi:

- 1) Nilai buku memiliki nilai yang relatif stabil dan dapat dibandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan metode *discounted cash flow* dapat menggunakan PBV sebagai perbandingan.
- 2) Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. PBV dapat digunakan untuk membandingkan nilai perusahaan-perusahaan yang sejenis sebagai petunjuk adanya *overvalued* atau *undervalued* dalam penilaian perusahaan.
- 3) Perusahaan-perusahaan yang memiliki *earnings* negatif dimana tidak bisa dinilai dengan pengukuran *price earning ratio* (*PER*) dapat dievaluasi dengan PBV.

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan hal yang mendasar dari perusahaan, karena dapat memberikan daya tarik yang bagi investor untuk berinvestasi di perusahaan serta ukuran efektivitas dan efisiensi perusahaan dalam menggunakan semua sumber daya yang dimiliki dalam proses operasional perusahaan.

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba dalam bentuk presentase (Harahap et al., 2018). Profitabilitas dapat diukur menggunakan *Return on Asset* (ROA) maupun *Return on Equity* (ROE) (Tran Thi Phuong & Nguyen, 2019). ROA yang positif menggambarkan bahwa dari total aktiva yang dipergunakan untuk operasi perusahaan mampu memberikan laba bagi perusahaan.

Sebaliknya jika ROA negatif menggambarkan total aktiva yang di pergunakan tidak memberikan keuntungan atau rugi. *Return On Asset* (ROA) merupakan salah satu rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan total asset yang dimilikinya. *Return On Asset* (ROA)

merupakan rasio antara laba sebelum pajak terhadap *total asset* bank tersebut.

Return On Asset (ROA) merupakan salah satu rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan total asset yang dimilikinya. *Return On Asset* (ROA) merupakan rasio antara laba sebelum pajak terhadap *total asset* bank tersebut.

Semakin tinggi ROA berarti perusahaan semakin efektif dalam memanfaatkan aktiva untuk menghasilkan laba bersih setelah pajak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin banyak *Return On Asset* (ROA), berarti kinerja perusahaan semakin efektif, karena tingkat pengembalian akan semakin besar. Peningkatan daya tarik perusahaan menjadikan perusahaan tersebut semakin diminati investor, karena dapat memberikan keuntungan (*return*) yang besar bagi investor sehingga nilai perusahaan juga akan naik.

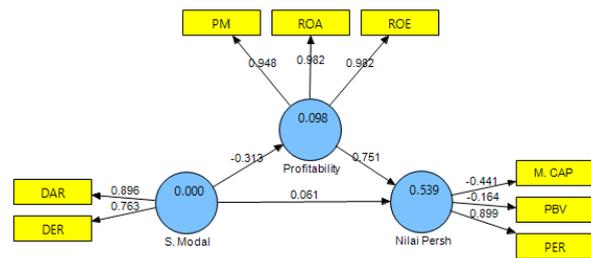
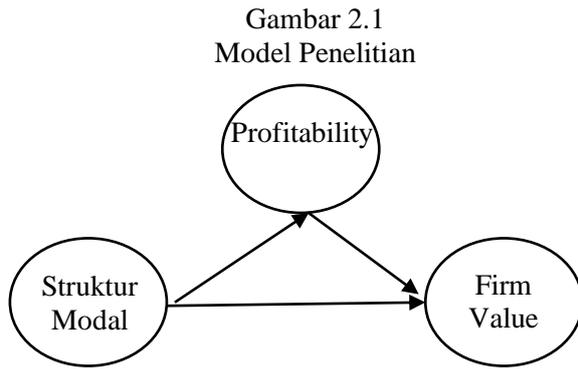
ROA sering dipakai oleh manajemen puncak untuk mengevaluasi unit-unit bisnis didalam suatu perusahaan multidivisional. Indikator profitabilitas yang berdasarkan *Return On Asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE) mempunyai keunggulan sebagai berikut:

- 1) Merupakan indikator pengukuran yang komprehensif untuk melihat keadaan suatu perusahaan berdasarkan laporan keuangan yang ada.
- 2) Mudah dihitung, dipahami dan sangat berarti dalam nilai *absolute*.
- 3) Merupakan *denominator* yang dapat diterapkan pada setiap unit organisasi yang bertanggung jawab terhadap profitabilitas dan unit usaha.

Semakin tinggi nilai dari rasio ini berarti perusahaan semakin efektif dalam memanfaatkan aktiva untuk menghasilkan laba bersih setelah pajak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin besar nilai rasio menunjukkan bahwa kinerja perusahaan semakin efektif, karena tingkat pengembalian akan semakin besar. Peningkatan ini menjadikan perusahaan semakin diminati oleh investor.

Kerangka Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah dan kajian teori diatas maka dapat diusulkan model penelitian sebagai berikut:



Gambar 5.1. *Outer Model*
Sumber: data primer diolah

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan model penelitian diatas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

- H1. Diduga struktur modal berpengaruh terhadap profitabilitas.
- H2. Diduga struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
- H3. Diduga profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
- H4. Diduga profitabilitas sebagai variabel mediasi pada pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Metode analisis menggunakan PLS-SEM, yang diuji dengan *outer model* (model pengukuran) dan uji *inner model* (model struktural).

Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive non random* sampling yaitu sampel dipilih dengan ciri-ciri tertentu dengan menggunakan data tahun 2016, 2017 dan 2018, adapun sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 21 sampel yang dipilih dengan cara sebagai berikut:

1. Perusahaan melaporkan laporannya dengan lengkap pada tahun amatan
2. Perusahaan mempunyai struktur modal positif
3. Perusahaan secara terus menerus mendapatkan laba pada tahun amatan.

Dalam penelitian ini, variabel *capital structure* diukur dengan 2 indikator, variabel *profitability* diukur dengan 3 indikator dan variabel *firm value* diukur dengan 3 indikator sehingga spesifikasi model PLS yang akan diestimasi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

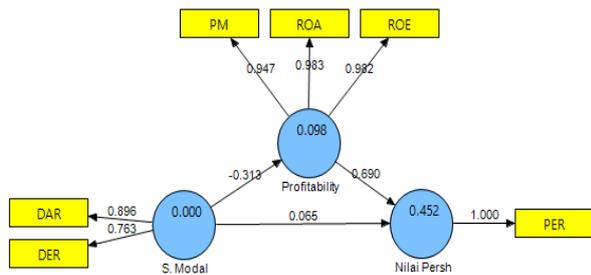
Tabel 5.1
Outer Loading

	Nilai Perusahaan	<i>Profitability</i>	Struktur Modal
DAR			0.896
DER			0.763
M. CAP	(0.441)		
PBV	(0.164)		
PER	0.899		
PM		0.948	
ROA		0.982	
ROE		0.982	

Sumber: Data diolah

Berdasarkan hasil dari gambar 5,1 dan tabel 5.1 dapat dilihat bahwa nilai *outer loading* semua indikator untuk variabel *profitability* dan struktur modal nilainya lebih besar dari 0.7. sedangkan nilai *outer loading* untuk indikator *market capitalization* dan *price book value* pada variabel nilai perusahaan masing-masing sebesar -0.441 dan -0.164, berarti lebih kecil dari 0.7.

Berdasarkan kriteria bahwa *nilai loading faktor* harus > 0.7 maka indikator *market capitalization* dan *price book value* bukan merupakan indikator pada variabel nilai perusahaan, khususnya pada sampel penelitian ini. Indikator *market capitalization* dan *price book value* yang nilainya < 0.7 untuk tujuan analisis selanjutnya dihapus dari indikator nilai perusahaan, dan selanjutnya di diperoleh hasil *outer model* tanpa kedua indikator:



Gambar 5.2 Outer Model 2
Sumber data diolah

Tabel 5.2
Loading Factor

	Nilai Persahaan	Profitability	Struktur Modal
DAR			0.896
DER			0.763
PER	1.000		
PM		0.947	
ROA		0.983	
ROE		0.982	

Sumber: Data diolah

1) Uji convergent validity

Berdasarkan tabel 5.2 menunjukkan bahwa variabel struktur modal dengan indikator *debt to asset ratio* (DAR) dan *debt to equity ratio* (DER), dengan nilai korelasi masing-masing sebesar 0.896 dan 0.763. Hasil tersebut menunjukkan nilai yang lebih besar dari 0.7, sehingga bisa disimpulkan bahwa variabel struktur modal dengan indikator *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR) memenuhi syarat validitas konvergen.

Berdasarkan tabel 5.2 dapat dilihat bahwa nilai korelasi antara profitabilitas dengan profit margin sebesar 0.947, profitabilitas dengan ROA = 0.983 dan profitabilitas dengan ROE sebesar 0.982, semua nilai korelasinya atau loading faktornya > 0.7. Variabel profitabilitas dengan indikator *profit margin* (PM), *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE) memenuhi syarat validitas konvergen.

2) Uji Diskriminan validity

Validitas diskriminan ini diukur dengan *cross loading* yaitu nilai *loading item* pada variabelnya harus lebih besar jika dibanding *loading item* pada variabel

lainnya, hasil dari *cross loading* adalah sebagai berikut:

Tabel 5.3
Cross Loading

	Nilai Persahaan	Profitability	Struktur Modal
DAR	(0.162)	(0.294)	0.896
DER	(0.076)	(0.219)	0.763
PER	1.000	0.669	(0.150)
PM	0.635	0.947	(0.271)
ROA	0.654	0.983	(0.366)
ROE	0.660	0.982	(0.270)

Sumber: data diolah

Berdasarkan tabel 5.3 Menunjukkan bahwa nilai *loading* indikator *debt to asset ratio* (DAR) terhadap variabel struktur modal = 0.896 lebih besar jika dibanding dengan nilai *loading* indikator *debt to asset ratio* (DAR) terhadap variabel *profitability* sebesar -0.294 dan variabel nilai perusahaan sebesar -0.162. Nilai loading variabel struktur modal dengan *debt to equity ratio* (DER) = 0.763, lebih besar jika dibanding dengan nilai *loading* antara *debt to equity ratio* (DER) dengan variabel nilai perusahaan sebesar -0.076, dan dengan variabel *profitability* sebesar -0.219. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa indikator *debt to asset ratio* (DAR) dan *debt to equity ratio* (DER) merupakan indikator yang dicerminkan oleh variabel struktur modal.

Variabel *profitability* dengan indikator *profit margin* (PM), *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE) mempunyai nilai *loading* masing-masing sebesar 0.947, 0.983 dan 0.982. Nilai tersebut lebih besar jika dibanding indikator *profit margin* (PM), *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE) terhadap variabel nilai perusahaan masing-masing sebesar 0.635, 0.654 dan 0.660, dan dengan variabel nilai perusahaan masing-masing sebesar -0.271, -0.366, dan -0.270. sehingga bisa disimpulkan bahwa variabel *profitability* dengan indikator *profit margin* (PM), *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE) memenuhi syarat diskriminan validity.

Validitas diskriminan adalah dengan menggunakan nilai AVE (*average variance extracted*). Hasil AVE (*average variance extracted*) adalah sebagai berikut:

Tabel 5.4
Nilai AVE

	AVE
Nilai Persusahaan	1.000
<i>Profitability</i>	0.943
Struktur Modal	0.693

Sumber: data diolah

Berdasarkan tabel 5.4 nilai AVE lebih besar dari 0.5, sehingga bisa disimpulkan bahwa semua variabel pada penelitian ini memenuhi syarat konvergen *validity*.

3) Uji *Composite reliability*

Nilai *composite reliability* dikatakan *reliable* jika nilainya > 0.7. Hasil *composite reliability* adalah sebagai berikut:

Tabel 5.5
Composite Reliability

	<i>Composite Reliability</i>
Nilai Perusahaan	1.000
<i>Profitability</i>	0.980
Struktur Modal	0.817

Sumber: data diolah

Berdasarkan table 5.5 nilai *composite reliability* semua variabel > 0.7 sehingga telah memenuhi uji reliabilitas yang selanjutnya semua variabel dapat digunakan untuk melakukan uji hipotesis.

4) Uji *Cronbach Alpha*

Hasil dari *cronbach alpha* adalah sebagai berikut:

Tabel 5.6
Cronbachs Alpha

	<i>Cronbachs Alpha</i>
Nilai Perusahaan	1.000
<i>Profitability</i>	0.969
Struktur Modal	0.568

Sumber: data diolah

Berdasarkan pada table 5.6 semua variabel mempunyai nilai *cronbach*

alpha > 0.7, sehingga bisa disimpulkan bahwa alat ukur tersebut telah melakukan fungsi mengukurnya dengan baik.

Inner Model (model structural)

1) Uji R²

Nilai masing-masing R² variabel *dependent* adalah sebagai Berikut:

Tabel 5.7
R Square

	R Square
Nilai Perusahaan	0.452
<i>Profitability</i>	0.098
Struktur Modal	

Sumber: data diolah

Berdasarkan pada tabel 5.7 nilai R² untuk variable independen nilai perusahaan sebesar 0.452 berarti bahwa perubahan nilai perusahaan sebesar 45.2% dipengaruhi oleh variabel profitabilitas dan variabel struktur modal, sedangkan sisanya sebesar 54,8% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam penelitian ini. Nilai R² untuk variabel *profitability* sebesar 0.098 berarti bahwa perubahan variabel *profitability* hanya 9.8% dipengaruhi oleh perubahan struktur modal sedang sisanya sebesar 91.2% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam penelitian ini.

2) Analisa *Q Square* (Q²)

Uji ini digunakan untuk menilai sebaik apakah hasil observasi yang dinyatakan oleh model dan juga estimasi pengukurnya, atau untuk menilai seberapa besar informasi yang ada pada data dapat menjelaskan model yang ada.

$$Q^2 = 1 - (1 - R^2_{FV})(1 - R^2_P)$$

$$Q^2 = 1 - (1 - 0.452) \times (1 - 0.098)$$

$$= 0.506$$

Berdasarkan pada perhitungan di atas, nilai Q² sebesar 0.506 atau 50.6% berarti bahwa data dapat menjelaskan sebesar 50.6% terhadap model yang diusulkan.

Dalam model penelitian ini, konstruk atau variabel laten endogen memiliki nilai Q² yang lebih besar dari 0 (nol) sehingga prediksi yang dilakukan oleh model dinilai telah relevan.

3) Uji GoF (*goodness of Fit*)

$$\begin{aligned} \text{GoF} &= \sqrt{(\text{rata-rata AVE} \times \text{Rata-rata } R^2)} \\ &= \sqrt{(1 + 0.943 + 0.693)/3 \times (0.452 + 0.098)/2} \\ &= 0.492 \end{aligned}$$

Berdasarkan perhitungan diatas, nilai GoF sebesar 0.492 kategori besar, berarti bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini kuat (*robust*).

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis digunakan untuk menguji hipotesis yang diajukan pada penelitian ini. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini ada 4 yaitu: H1. diduga struktur modal berpengaruh terhadap profitabilitas, H2. diduga struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan, H3. diduga profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan H4. diduga profitabilitas sebagai variabel mediasi pada pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Hasil analisis dapat diperoleh *total effect* dari *output* aplikasi Smart PLS 3 yang disajikan dalam tabel 5.9 adalah sebagai berikut:

Tabel 5.8
Total Effect

	<i>Original Sample (O)</i>	<i>T Statistics (O/STERR)</i>	Ket
<i>Profitability -> Nilai Perusahaan</i>	0.690	5.234	sig
<i>S. Modal -> Nilai Perusahaan</i>	(0.150)	1.884	Tdk. sig
<i>S. Modal -> Profitability</i>	(0.313)	4.771	sig

Sumber: data diolah

1) Pengujian hipotesis pertama diduga struktur modal berpengaruh terhadap profitabilitas

Berdasarkan tabel 5.8 koefisien *total effect* pengaruh antara struktur modal dengan profitabilitas sebesar -0.313. pengaruh negatif menunjukkan bahwa meningkatnya struktur modal akan mengurangi profitabilitas perusahaan, demikian juga sebaliknya menurunnya struktur modal perusahaan akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Nilai *t statistic* sebesar 4.771 > 2.00 ($\alpha = 5\%$, $df = 60$) nilai tersebut menunjukkan bahwa *t* hitung atau *t* statistic lebih besar dari *t* tabel berarti bahwa hipotesis pertama

yang menyatakan bahwa ada pengaruh antara struktur modal dengan profitabilitas diterima.

2) Pengujian hipotesis kedua yaitu diduga struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan tabel 5.8 menunjukkan bahwa nilai koefisien *total effect* pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan adalah negatif sebesar -0.150. pengaruh negatif berarti bahwa meningkatnya struktur modal akan berpengaruh mengurangi nilai perusahaan. Nilai *t statistic* sebesar 1.884 < 2.00 ($\alpha = 5\%$, $df = 60$), nilai tersebut menunjukkan bahwa nilai *t* hitung < dibanding dengan nilai *t* tabel sehingga hipotesis kedua yang menyatakan bahwa ada pengaruh langsung antara struktur modal dengan nilai perusahaan tidak diterima/ ditolak.

3) Pengujian hipotesis ketiga diduga profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan table 5.8 menunjukkan bahwa nilai koefisien *total effect* pengaruh antara profitabilitas dengan nilai perusahaan positif sebesar 0.690. Pengaruh positif berarti bahwa meningkatnya profitabilitas perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan, sebaliknya menurunnya profitabilitas akan menurunkan nilai perusahaan. Nilai *t* statistik sebesar 5.234 > 2.00 ($\alpha = 5\%$, $df = 60$), nilai tersebut berarti bahwa *t* statistic lebih besar daripada *t* tabel sehingga hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa ada pengaruh antara profitabilitas dengan nilai perusahaan diterima.

4) Pengujian hipotesis keempat yaitu diduga profitabilitas sebagai variabel mediasi pada pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

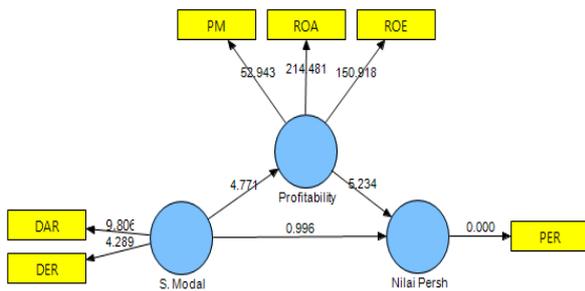
Nilai VAF dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{VAF} = \frac{a \times b}{(a \times b) + c}$$

Jika nilai VAF < 20 % berarti M bukan variabel mediasi, VAF antara 20 % - 80% berarti mediasi parsial dan nilai VAF > 80% berarti variabel penuh.

Pada pengujian hipotesis keempat digunakan hasil Smartpls setelah

bootstrapping, yang hasilnya adalah sebagai berikut:



Gambar 5.5 Bootstrapping
Sumber data diolah

Tabel 5,9
Path Coefficient

	Original Sample (O)	T Statistics (O/STERR)
Profitability -> Nilai Perusahaan	0.690	5.234
S. Modal -> Nilai Perusahaan	0.065	0.996
S. Modal -> Profitability	(0.313)	4.771

Sumber: data diolah

$$\text{Nilai VAF} = \frac{0.313 \times 0.690}{(0.313 \times 0.690) + 0.065} = 0.769$$

Nilai VAF sebesar 0.769 berarti berada pada rentang 0.2 – 0.8 berarti bahwa variabel profitabilitas merupakan variabel yang memediasi pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Berdasarkan *path coefficient* pada table 5.9 nilai koefisien antara struktur modal dengan profitabilitas sebesar -0,313 sedangkan nilai koefisien antara profitabilitas sebagai variabel mediasi dengan nilai perusahaan sebesar 0.690, sehingga pengaruh tidak langsung sebesar $-0.313 \times 0.690 = -0.216$. sedangkan koefisien pengaruh struktur modal dengan nilai perusahaan sebesar 0.065, sehingga *total effect* sebesar $-0.216 + 0.065 = -0.150$ sama dengan nilai koefisien yang ada di tabel *total effect*. Berdasarkan pada tabel *path coefficient* pengaruh tidak langsung sebesar -0.216 dengan nilai *t statistic* sebesar $3.750 > 2.00$ ($\alpha = 5\%$, $df =$

60) berarti terbukti profitabilitas merupakan variabel yang memediasi pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Pembahasan

Pembahasan hasil analisis masing-masing hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut:

1) Struktur modal berpengaruh terhadap profitabilitas

Keputusan struktur modal bertujuan agar penggunaan sumber dana jangka panjang yang berbeda dilaksanakan secara bijaksana sehingga keseluruhan biaya modal rata-rata perusahaan dioptimalkan, yang selanjutnya dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan pemegang sahamnya. Keputusan struktur modal, perusahaan bertujuan meminimalkan biaya modal mereka.

Struktur modal di mana seluruh biaya modal perusahaan minimum dikenal sebagai struktur modal optimal. Berdasarkan hasil olah data dalam penelitian ini menunjukkan hasil dimana pengaruh antara struktur modal negatif sebesar -0.313 , berarti bahwa peningkatan struktur modal akan cenderung menurunkan profitabilitas perusahaan. Struktur modal yang meningkat terjadi karena proporsi meningkatnya hutang lebih besar dari proporsi meningkatnya modal sendiri, hal tersebut akan menyebabkan resiko perusahaan meningkat. Perusahaan yang risikonya meningkat akan mengakibatkan kreditur cenderung untuk menaikkan tingkat suku bunga, sehingga meningkatkan biaya modal rata-rata perusahaan.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan teori pecking order yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung senang menggunakan dana dari internal lebih dulu dan jika dana internal tidak cukup baru menggunakan dana external. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian (Mohammadzadeh et al., 2013), yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negative dengan profitabilitas. Jumlah hutang yang besar akan meningkatkan biaya modal rata-rata perusahaan.

2) Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Keputusan struktur modal menyatakan bahwa jika keputusan struktur modal dapat mempengaruhi nilai perusahaan, maka perusahaan ingin memiliki struktur modal yang memaksimalkan nilainya. Oleh karena itu, tujuan perusahaan harus berpusat pada pemaksimalan nilainya melalui keputusan struktur modal. Namun, ada teori yang bertentangan tentang hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan sehingga perlu untuk menangkap mereka ke dalam beberapa kelompok besar.

Nilai perusahaan selalu didasarkan pada ekspektasi kelangsungan usaha yang merupakan nilai sekarang dari arus kas masa depan yang diharapkan dihasilkan oleh aset, didiskontokan pada biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan (WACC). Dari sini dapat dilihat bahwa WACC (*weighted average cost of capital*) memiliki dampak langsung pada nilai bisnis. Perusahaan yang mempunyai *leverage* yang tinggi menyiratkan risiko kebangkrutan yang lebih tinggi yang menunjukkan perusahaan mempunyai kualitas yang rendah.

Teori asimetris informasi menyatakan bahwa manajer selalu memiliki keunggulan informasi dibandingkan pihak luar, struktur utang dapat dianggap sebagai sinyal ke pasar. Perusahaan-perusahaan yang memiliki utang lebih rendah memiliki nilai lebih tinggi daripada perusahaan, yang memiliki utang tinggi. Dengan demikian, perusahaan dapat memaksimalkan nilainya dengan memilih utang rendah atau nol hutang.

Pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan pada penelitian ini – 0.150, dan tidak signifikan. Pengaruh yang negative menunjukkan bahwa meningkatnya struktur modal yang berarti meningkatnya hutang perusahaan cenderung akan menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan yang mempunyai hutang yang besar merupakan cenderung mempunyai biaya modal rata-rata yang tinggi sehingga cenderung nilai perusahaan akan turun.

Tidak signifikan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa naik-turunnya struktur modal tidak relevan dalam peningkatan atau penurunan nilai perusahaan.

Penelitian ini sejalan dengan pendapat bahwa struktur modal tidak relevan dengan nilai perusahaan.

3) Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil uji statistik pengaruh antara profitabilitas dengan nilai perusahaan signifikan sebesar 0.690, berarti bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba maka semakin tinggi juga nilai perusahaan. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin besar pula pendapatan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham sehingga nilai perusahaan yang diharapkan juga semakin tinggi.

Perusahaan yang mempunyai *return on asset* (ROA) yang tinggi berarti perusahaan mampu mengelola asetnya secara efisien sehingga hasil yang didapatkan semakin besar. Demikian juga perusahaan yang mempunyai *return on equity* (ROE) juga menunjukkan efisiensi penggunaan modal sendiri. Perusahaan yang mempunyai efisiensi yang baik memberi dampak pada pendapatan perusahaan semakin baik, sehingga investor mempunyai persepsi yang bagus.

Price earning ratio (PER) merupakan harga saham relative yang investor mau bayarkan terhadap pendapatan per lembar saham. Semakin tinggi *price earning ratio* (PER) berarti investor mau membayar harga yang lebih mahal atas saham perusahaan, hal tersebut mengindikasikan bahwa nilai perusahaan semakin tinggi. Nilai perusahaan juga bisa diindikasikan dengan persepsi investor terhadap masa depan perusahaan, semakin baik masa depan perusahaan berdasarkan persepsi investor maka semakin baik juga nilai perusahaan.

Persepsi investor akan menjadi baik terhadap perusahaan jika perusahaan mampu mengelo perusahaan dengan efisien yang tercermin dari meningkatnya *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE).

4) Profitabilitas sebagai variabel mediasi pada pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis dengan metode VAF diperoleh nilai sebesar 0.769 hampir mendekati 0.8 sehingga

dapat disimpulkan bahwa profitabilitas merupakan variabel yang memediasi pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Hal tersebut berarti bahwa nilai perusahaan akan meningkat jika perusahaan mempunyai profitabilitas yang tinggi. Secara langsung pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan adalah negatif artinya bahwa secara langsung meningkatnya struktur modal akan menurunkan nilai perusahaan, tetapi jika ada variabel mediasi/ intervening pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan menjadi positif.

Kibijakan struktur modal harus mengarah pada peningkatan profitabilitas perusahaan karena profitabilitas yang baik menjadikan persepsi investor terhadap nilai perusahaan menjadi baik juga. Persepsi investor yang tercermin dalam *price earning ratio* (PER) berarti investor mau membayar dengan nilai yang besar jika investor merasa bahwa masa depan perusahaan baik atau kemungkinan terjadinya kebangkrutan perusahaan kecil.

Investor yang bersedia membayar dengan harga yang lebih tinggi atas saham perusahaan berarti investor percaya akan kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki secara efisien sehingga perusahaan mempunyai profitabilitas.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian analisa dan pembahasn yang dikemukakan pada bab sebelumnya, maka penulis menyimpulkan sebagai berikut:

1. Berdasarkan kriteria goodness of fit (GoF) model dalam penelitian ini dapat dinyatakan robust/kuat, hal tersebut menunjukkan bahwa adanya kecocokan atau kesesuaian antara hasil pengamatan dengan model yang diajukan dalam penelitian ini.
2. Peningkatan struktur modal mengakibatkan turunnya profitabilitas perusahaan, demikian juga sebaliknya jika penurunan struktur modal akan meningkatkan profitabilitas perusahaan.
3. Meningkatnya struktur modal dapat menurunkan nilai perusahaan.

Meningkatnya hutang membuat persepsi investor terhadap perusahaan cenderung tidak baik, sehingga investor menahan membeli saham perusahaan. Investor yang mengurungkan niatnya membeli saham perusahaan berakibat pada turunnya harga saham dan hal tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan turun.

4. Meningkatnya kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba dapat meningkatkan nilai perusahaan. Semakin tinggi laba perusahaan semakin kecil kemungkinan perusahaan untuk bangkrut dan semakin meningkatnya kepercayaan investor terhadap perusahaan, sehingga meningkat juga nilai perusahaan.
5. Secara signifikan profitabilitas menjadi variabel mediator pengaruh antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan jika struktur modal dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan. Peran mediaasi yang cukup besar menjadikan struktur modal mutlak harus dapat meningkatkan profitabilitas jika perusahaan ingin meningkatkan nilai perusahaan.

Saran

Berdasarkan latar belakang masalah, kajian teori dan hasil penelitian yang telah disajikan, maka saya sebagai peneliti memberikan saran sebagai berikut:

1. Perusahaan perlu untuk lebih berhati-hati dalam meminjam yang dapat meningkatkan struktur modal. Karena tingginya struktur modal dapat mengurangi profitabilitas perusahaan.
2. Perusahaan pada sektor tambang harus mencari struktur modal yang optimal agar biaya modal rata-rata perusahaan kecil sehingga nilai perusahaan meningkat.
3. Perusahaan harus meningkatkan kemampuan mendapatkan laba sehingga nilai perusahaan meningkat

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T., & Ahmed, N. (2017). Capital Structure , Business Strategy and firm's performance : Evidence from. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 6(2), 302–328.

- Durand, D. (1989). Afterthoughts on a Controversy with MM, Plus New Thoughts on Growth and the Cost of Capital. *Financial Management*, 18(2), 12–18.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2011). *Financial Management: Theory and Practice (Thirteen E)*. South-Western Cengage Learning.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140–151. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.02.004>
- Harahap, C. D., Juliana, I., & Lindayani, F. F. (2018). The Impact of Environmental Performance and Profitability on Firm Value. *Indonesian Management and Accounting Research*, 17(01), 47–65. <https://www.idx.co.id/produk/indeks/>. (2019).
- Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1994). Extending Modern Portfolio Theory Into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply? *The Academy of Management Journal*, 37(1), 109–136. <https://doi.org/10.5465/ambpp.1992.4976644>
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://doi.org/10.1126/science.151.3712.867-a>
- Mohammadzadeh, M., Rahimi, F., Rahimi, F., Aarabi, S. M., & Salamzadeh, J. (2013). The effect of capital structure on the profitability of pharmaceutical companies the case of Iran. *Iranian Journal of Pharmaceutical Research*, 12(3), 573–577. <https://doi.org/10.22037/ijpr.2013.1376>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of corporate finance (Ninth Ed.)*. The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Sultan, D. A. S., & Adam, D. M. H. M. (2015). The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Iraq. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 3(2), 61–78. <https://doi.org/10.3168/jds.2015-9379>
- Tran Thi Phuong, T., & Nguyen, A. T. (2019). The Impact of Capital Structure on Firm Performance of Vietnamese Non-financial Listed Companies Based on Agency Cost Theory. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 35(2), 24–33. <https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4212>
- Zeitun, R., & Haq, M. M. (2015). Debt maturity, financial crisis and corporate performance in GCC countries: A dynamic-GMM approach. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 5(3), 231–247. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2015.070291>
- Afza, T., & Ahmed, N. (2017). Capital Structure , Business Strategy and firm ' s performance : Evidence from. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 6(2), 302–328.
- Durand, D. (1989). Afterthoughts on a Controversy with MM, Plus New Thoughts on Growth and the Cost of Capital. *Financial Management*, 18(2), 12–18.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2011). *Financial Management: Theory and Practice (Thirteen E)*. South-Western Cengage Learning.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140–151. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.02.004>
- Harahap, C. D., Juliana, I., & Lindayani, F. F. (2018). The Impact of Environmental Performance and Profitability on Firm Value. *Indonesian Management and Accounting Research*, 17(01), 47–65. <https://www.idx.co.id/produk/indeks/>. (2019).
- Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1994). Extending Modern Portfolio Theory Into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply? *The Academy of Management Journal*, 37(1), 109–136. <https://doi.org/10.5465/ambpp.1992.4976644>
- 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.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://doi.org/10.1126/science.151.3712.867-a>
- Mohammadzadeh, M., Rahimi, F., Rahimi, F., Aarabi, S. M., & Salamzadeh, J. (2013). The effect of capital structure on the profitability of pharmaceutical companies the case of Iran. *Iranian Journal of Pharmaceutical Research*, 12(3), 573–577. <https://doi.org/10.22037/ijpr.2013.1376>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of corporate finance* (Ninth Ed.). The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Sultan, D. A. S., & Adam, D. M. H. M. (2015). The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Iraq. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 3(2), 61–78. <https://doi.org/10.3168/jds.2015-9379>
- Tran Thi Phuong, T., & Nguyen, A. T. (2019). The Impact of Capital Structure on Firm Performance of Vietnamese Non-financial Listed Companies Based on Agency Cost Theory. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 35(2), 24–33. <https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4212>
- Zeitun, R., & Haq, M. M. (2015). Debt maturity, financial crisis and corporate performance in GCC countries: A dynamic-GMM approach. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 5(3), 231–247. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2015.070291>