

## **FAKTOR PENENTU JUMLAH HUTANG: KAJIAN KES TERHADAP FIRMA TERSENARAI DI BURSA MALAYSIA**

**Noor Fariza Mohd Hasini<sup>1</sup>, Nor Fahda Abdul Talib<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>Pensyarah Fakulti Inovasi Perniagaan dan Teknologi, Kolej Universiti Islam Melaka,

<sup>2</sup>Pelajar Ijazah Sarjana Muda Pentadbiran Perniagaan (Kewangan), Kolej Universiti Islam Melaka

*Corresponding author email: fariza@kuim.edu.my*

### **Article History:**

*Received : 23 June 2021*

*Accepted : 29 October 2021*

*Published : 8 December 2021*

### **ABSTRAK**

*Kajian ini mengkaji tentang faktor penentu jumlah hutang terhadap firma sektor pembuatan, pembinaan dan teknologi dengan menggunakan 263 sampel dan memfokuskan 60 firma yang tersenarai di Bursa Malaysia meliputi daripada tahun 2017 sehingga 2019. Teknik regrasi Ordinary Least Squares (OLS) digunakan untuk menganggarkan hubungan di antara pembolehubah bersandar dan pembolehubah tidak bersandar. Hasil dapatan analisis yang dilakukan, terdapat hubungan yang positif dan sangat signifikan di antara keuntungan firma dan jumlah hutang bagi sektor pembuatan. Manakala, terdapat hubungan negatif dan tidak signifikan di antara keuntungan firma dengan jumlah hutang bagi sektor pembinaan dan teknologi. Seterusnya, saiz firma bagi ketiga-tiga sektor yang dikaji mempunyai hubungan yang positif dan sangat signifikan dengan jumlah hutang. Ini menunjukkan firma yang besar cenderung mempunyai jumlah hutang yang tinggi. Selain itu, usia firma bagi sektor pembuatan mempunyai hubungan yang negatif dan sangat signifikan dengan jumlah hutang, dan dapatan yang berbeza bagi sektor pembinaan yang menunjukkan hubungan yang negatif dan tidak signifikan manakala sektor teknologi mempunyai hubungan yang positif tetapi tidak signifikan. Akhir sekali, daripada hasil dapatan analisis ini, pengkaji mengemukakan beberapa cadangan untuk kajian pada masa hadapan.*

**Kata kunci:** *Jumlah Hutang, Sektor Pembuatan, Sektor Pembinaan, Sektor Teknologi*

## **DETERMINATION OF DEBTS: A CASE STUDY OF LISTED COMPANIES ON BURSA MALAYSIA**

### **ABSTRACT**

*This study examines the determinants of total debt to manufacturing, construction and technology sector firms by using 263 samples and focusing on 60 firms listed on Bursa Malaysia covering from 2017 to 2019. Ordinary Least Squares (OLS) regression technique is used to estimate the relationship between dependent variables and independent variables. As a result of the analysis, there is a positive and highly significant relationship between firm profits and total debt for the manufacturing sector. Meanwhile, there is a negative and insignificant relationship between firm profits and total debt for the construction and technology sectors. Next, firm size for the three sectors studied had a positive and highly significant relationship with total debt. This indicates that large firms tend to have high amounts of debt. Moreover, firm age for the manufacturing sector had a negative and highly significant relationship with total debt, and different findings for the construction sector showed a negative and insignificant relationship while the technology sector had a positive but insignificant relationship. Finally, from the results of this analysis, the researcher put forward some suggestions for future studies.*

**Keywords:** *Total Debt, Manufacturing Sector, Construction Sector, Technology Sector*

### **PENGENALAN**

Kejayaan atau kegagalan sesebuah firma banyak bergantung pada kemampuannya untuk membuat keputusan pengurusan kewangan yang baik. Hubungan antara pembiayaan hutang dan prestasi firma adalah penting dan isu yang sering dibincangkan dalam kewangan pengurusan. Firma yang besar biasanya akan memilih struktur modal jangka masa yang panjang (Ang, 1992; Uzzi dan Gillespie, 1999) berbanding sumber dana jangka masa pendek yang kebiasaannya dipilih oleh firma yang kurang maju dalam pasaran kewangan (Kwenda, 2014). Namun, keputusan kewangan yang optimum ditetapkan oleh pengurusan dalam sesebuah firma adalah sangat penting bagi menentukan struktur modal yang mampu untuk meningkatkan nilai sesebuah firma. Tambahan pula, pihak pengurusan mestilah bijak dan berhati-hati dalam membuat keputusan mengenai struktur modal kerana keputusan yang dibuat akan memberi kesan kepada prestasi firma (Gill, Yogavel, Kumar & Belrhali, 2009). Perancangan struktur modal yang strategik dan berkesan dalam keperluan untuk memaksimumkan keuntungan kepada organisasi, malah implikasi keputusan tersebut terhadap keupayaan organisasi untuk penyelesaian persekitaran yang kompetitif (Siro, 2013).

Struktur modal merujuk kepada gabungan hutang dan ekuiti yang digunakan sebagai pembiayaan kewangan oleh sesebuah firma untuk keseluruhan operasi perniagaan (Damodaran, 2001). Dari segi istilah kewangan pula, struktur modal adalah satu kaedah yang digunakan oleh firma untuk membiayai aset yang sedia ada melalui campuran ekuiti, hutang atau sekuriti hibrid (Saad, 2010). Pada asasnya, struktur modal adalah pendekatan yang digunakan oleh firma untuk membiayai operasi dan pertumbuhan secara keseluruhannya dengan menggunakan sumber dana. Dalam struktur modal ia terdiri daripada hutang, saham biasa dan saham keutamaan yang digunakan oleh firma untuk membiayai pelbagai projek yang mempunyai jangka masa yang panjang (Chanda dan Sharma, 2015). Menurut Eriotis (2007), masalah kewangan dalam struktur modal berpotensi untuk membawa firma kepada kebangkrutan yang disebabkan oleh pengurusan memutuskan keputusan yang tidak betul dengan keseimbangan struktur modal.

Seterusnya, menurut Harris dan Raviv (1991), pembiayaan hutang sering dikaitkan dengan pertukaran antara kos dan keuntungan serta terdapat hutang pada tahap secara keseluruhan di mana kosnya lebih tinggi daripada faedah yang berkaitan dengan perlindungan cukai. Untuk menentukan pemilihan pembiayaan hutang adalah penting dengan mengenal pasti faktor-faktor yang mempengaruhi seperti jumlah aset tetap, saiz firma, peluang pertumbuhan, risiko keuntungan dan perlindungan hutang cukai untuk firma (Rajan dan Zingales, 1995; Demirguc-Kunt dan Maksimovic, 2001). Menurut Champion (1999), hutang adalah satu cara yang mampu untuk meningkatkan prestasi

sesebuah firma untuk pertumbuhan masa depan. Malah, hutang adalah perbelanjaan ditolak cukai yang merupakan sumber kewangan yang rendah berbanding ekuiti dan meningkatkan dividen sesaham serta perolehan sesaham (Adesina, Nwidobie & Adesina, 2015).

Kajian ini dilakukan kerana kurangnya teori-teori yang menjelaskan struktur modal firma iaitu jumlah hutang dan implikasinya terhadap keuntungan firma yang telah mendorong kepada pelbagai kajian empirikal, namun konklusinya masih terhad (Izyan & Syajarul, 2017). Malah, kebanyakan kajian lepas memfokuskan kepada data agregat yang melibatkan campuran firma daripada pelbagai industri dalam sesebuah negara (Salim & Yadav, 2012; Mohamad & Abdullah, 2012; Hasan, Ahsan, Rahaman & Alam, 2014; Rouf, 2015; Matthew & Stephen, 2016). Tambahan pula, setiap industri mempunyai struktur pasaran yang berlainan dan tidak seragam (*heterogenous*), maka analisis pasaran secara keseluruhan yang dibuat adalah tidak tepat dan cukup untuk mewakili analisis bagi sesebuah sektor (Amin & Janor, 2016; Narayan & Sharma, 2011). Walau bagaimanapun, menurut San dan Heng (2011) topik kajian ini kurang diberi perhatian terutama sekali di Malaysia kerana pihak yang mempunyai kepentingan dan pelabur kemungkinan berpendapat bahawa struktur modal tidak mempengaruhi nilai pelaburan firma mereka. Menurut Fama dan French (2002), struktur modal yang optimum digambarkan apabila kos dan kelebihan hutang adalah sama tetapi ia mungkin berbeza bagi sesebuah firma bergantung kepada ciri-ciri tertentu, antaranya ialah saiz, usia, cukai dan struktur aset.

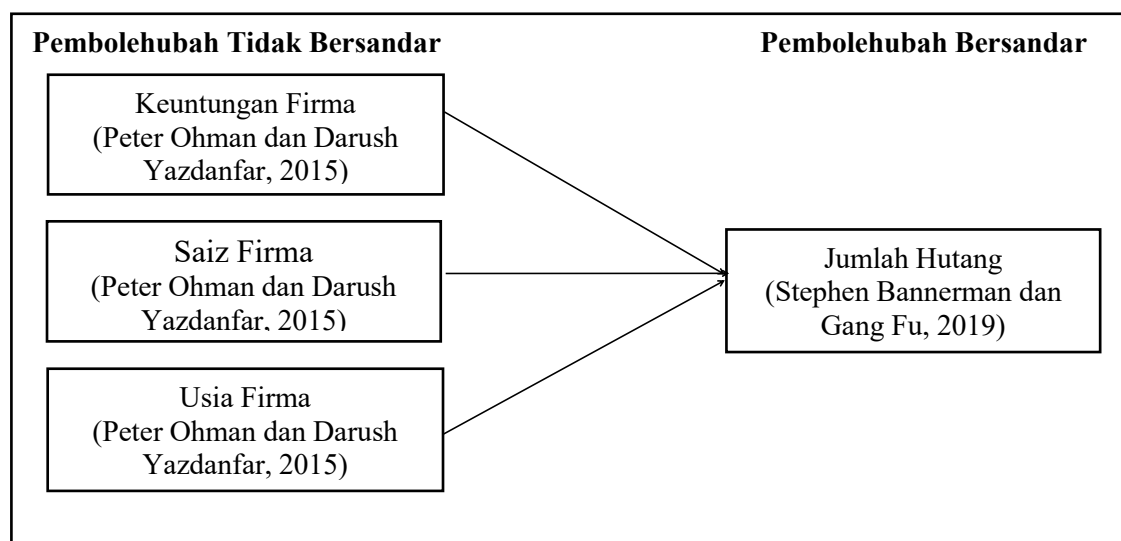
Terdapat perbezaan terhadap kajian yang dilakukan oleh pengkaji terdahulu, iaitu kajian yang dilakukan oleh San dan Heng (2011) dan Tan dan Hamid (2016) di mana kajian masing-masing fokus kepada firma dalam sektor pembinaan (2005-2008) dan sektor pertanian (2007-2011) dan juga menggunakan data dari tahun 2004 hingga 2014 yang melibatkan tiga industri berlainan sektor iaitu sektor perdagangan dan perkhidmatan, sektor teknologi dan sektor produk industri. Dalam kajian yang lepas menunjukkan struktur modal tidak mempunyai hubungan yang signifikan ke atas keuntungan firma pembinaan (San dan Heng, 2011) tetapi mempunyai signifikan yang positif terhadap keuntungan firma pertanian (Tan dan Hamid, 2016). Manakala, hasil dapatan kajian dalam sektor perdagangan dan perkhidmatan, sektor teknologi dan sektor produk industri mendapati terdapatnya hubungan negatif antara struktur modal dan keuntungan firma. Ini menunjukkan sektor industri di Malaysia adalah tidak seragam dan analisis yang dilakukan dalam menentukan hubungan struktur modal dan keuntungan firma mengikut sektor adalah penting. Oleh kerana pembuktian melalui kajian yang dilakukan adalah tidak konsisten, kajian ini dilakukan bagi mengkaji faktor-faktor yang menentukan tahap hutang firma yang tersenarai di Bursa Malaysia bagi sektor pembuatan, pembinaan dan teknologi. Tempoh kajian adalah meliputi tiga tahun iaitu bermula dari tahun 2017 sehingga 2019.

## **OBJEKTIF KAJIAN**

Tujuan utama kajian ini adalah untuk mengkaji faktor-faktor penentu jumlah hutang firma yang tersenarai di Bursa Malaysia dalam sektor pembuatan, pembinaan dan teknologi. Oleh itu, objektif kajian ini adalah untuk mengenal pasti faktor-faktor atau ciri-ciri khusus firma tersebut yang menentukan jumlah hutang. Objektif kajian adalah seperti berikut:

1. Mengenalpasti faktor keuntungan firma dalam menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.
2. Mengenalpasti faktor saiz firma dalam menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.
3. Mengenalpasti faktor usia firma dalam menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.

## KERANGKA KAJIAN



Rajah 1: Kerangka Kajian

## TINJAUAN LITERATUR

### Faktor Penentu Jumlah Hutang

Berdasarkan hasil kajian lepas, terdapat pelbagai teori jumlah hutang yang mendorong banyak kajian yang dilakukan untuk membuktikan secara empirikal yang memfokuskan kepada kesan jumlah hutang terhadap firma dalam sesebuah negara (Hasan, Ahsan, Rahaman & Alam, 2014; Rouf, 2015; Matthew & Stephen, 2016) dan fokus terkini beralih kepada firma mengikut sektor-sektor tertentu (Muhammad, Shah & Islam, 2014; Cole, Yan & Hemley, 2015; Saleem & Imad, 2015; Tan & Hamid, 2016). Dalam pembiayaan hutang ia memainkan peranan penting untuk meningkatkan produktiviti firma untuk pertumbuhan masa depan (Gomis & Khatiwada, 2016). Sumber kewangan luaran akan digunakan dengan meminjam daripada luar firma apabila sumber kewangan dalaman kurang mencukupi untuk memenuhi keperluan firma (Mwangi et al, 2014). Oleh kerana itu, fokus ini hanya tertumpu kepada kesan dan keupayaan firma untuk mendapatkan sumber kewangan luaran iaitu pembiayaan hutang. Dalam teori *tradeoff*, firma dapat meningkatkan keuntungan melalui hutang kerana faedah yang dikenakan melalui penolakan cukai (Modigliani dan Miller, 1963). Menurut Besley dan Brigham (2000), jumlah hutang adalah berkonsepkan suatu gabungan hutang jangka panjang, hutang jangka pendek, modal saham keutamaan dan nilai bersih yang dijadikan sebagai satu kaedah kekal pembiayaan dalam sesebuah firma.

### Jumlah Hutang

Umum mengetahui bahawa jumlah hutang adalah sumber pembiayaan yang digunakan oleh sesebuah firma dalam meningkatkan pertumbuhan dan prestasi yang memberangsangkan. Tambahan pula, ia adalah satu sumber atau dana yang mempunyai tempoh masa kurang daripada satu tahun yang dikenali hutang jangka pendek atau melebihi satu tahun iaitu hutang jangka panjang. Hutang juga mampu untuk menjadi sumber pembiayaan yang penting bagi sesebuah firma mengikut kepada kategori firma atau sektor industri (Zackrisson, 2003). Manakala, kajian yang dibuat oleh Cole et al. (2015) dalam firma di Amerika Syarikat dari sektor industri perubatan dan janakuasa untuk tahun 2004 hingga 2013 mendapati jumlah hutang mempunyai hubungan negatif dengan ROA dan pulangan operasi.

Seterusnya, beberapa kajian empirikal telah dilakukan dengan menggunakan teori *pecking order* dalam menentukan jumlah hutang firma dengan berpandukan kepada pembolehubah dan penentu yang berbeza. Menurut Van der Wijst dan Thurik (1993), hasil dapatan kajian yang dilakukan untuk mengkaji hubungan di antara sebilangan penentu dan jumlah hutang dengan menggunakan sampel firma perdagangan runcit di Barat Jerman dalam tempoh 24 tahun iaitu 1954 hingga 1977 mendapati

keputusan empirikal yang menggunakan *Ordinary Least Squares* (OLS) menunjukkan bahawa aset ketara, perolehan inventori dan pulangan pelaburan mempengaruhi jumlah hutang firma. Selain itu, menurut kajian yang dilakukan oleh Michaelas et al. (1999) yang menggunakan beberapa model regresi untuk mengkaji penentu jumlah hutang, data 3,500 Perindustrian Kecil dan Sederhana (PKS) di UK daripada tahun 1986 hingga 1995. Hasil dapatan kajian menunjukkan usia, keuntungan, pertumbuhan, risiko operasi, struktur aset, perolehan saham dan hutang bersih adalah berkaitan dengan tahap jumlah hutang. Malah, pengkaji juga memerhati bahawa jumlah hutang PKS bergantung kepada firma tertentu. Menurut kajian yang dilakukan oleh Yazdanfar dan Odlund, (2010) mendapati hubungan antara pembolehubah tahap firma dan jumlah hutang berdasarkan 10,905 firma di Sweden untuk tempoh 2006 hingga 2007. Hasil dapatan kajian diperolehi dengan menggunakan model regresi berganda menunjukkan hubungan signifikan dan negatif antara saiz, usia, aset nyata dan keuntungan dengan jumlah hutang, manakala saiz, usia dan aset nyata menunjukkan hubungan positif dengan keuntungan. Implikasinya, ia menunjukkan bahawa hubungan usia dan aset ketara ketara dengan jumlah hutang bergantung kepada gabungan firma.

### **Keuntungan Firma**

Keuntungan adalah salah satu faktor yang mempengaruhi jumlah hutang dalam sesebuah firma, kerana ia merupakan salah satu sumber dana dalaman firma. Menurut Weston dan Brigham (1992), keuntungan adalah salah satu faktor yang mungkin akan meningkatkan jumlah hutang dan mempengaruhinya secara positif. Tambahan pula, Pandey (2001) menyatakan bahawa firma yang mempunyai keuntungan yang tinggi, lebih cenderung dalam menggunakan pembiayaan secara hutang untuk mendapatkan lebih banyak faedah daripada perlindungan cukai. Hal ini menunjukkan pengaruh keuntungan terhadap kecekapan dalam sesebuah firma untuk menjalankan operasinya. Keupayaan firma dalam memperolehi keuntungan yang lebih tinggi adalah memfokuskan kepada aktiviti operasi firma dalam meningkatkan kedudukan kewangan sesebuah firma. Dalam kajian yang dilakukan oleh Hadlock dan James (2002) menyatakan bahawa firma yang menggunakan lebih banyak dana daripada hutang, ia lebih cenderung dalam menjangkakan pulangan yang lebih tinggi.

Seterusnya, Abor (2005) yang menggunakan analisis regresi untuk mengkaji hubungan antara struktur modal dengan keuntungan firma bagi 22 firma yang tersenarai di Ghana bagi tempoh 1998 hingga 2002 yang mendapati struktur modal dipengaruhi secara positif dan signifikan dengan keuntungan. Seterusnya, kajian lepas yang dibuat di Malaysia oleh San dan Heng (2011) yang tertumpu kepada 49 sampel dalam firma pembinaan bagi tahun 2005 hingga 2008 yang mendapati pulangan atas aset (ROA) dan pulangan atas ekuiti (ROE) mempunyai hubungan positif dengan struktur modal bagi firma yang bersaiz besar, sederhana dan kecil. Manakala, kajian yang dilakukan oleh Tan dan Hamid (2016) dengan menggunakan sampel 41 firma sektor pertanian yang disenaraikan di Bursa Malaysia pada tahun 2007 hingga 2011 dan hasil kajian menunjukkan hubungan positif dan signifikan antara struktur modal dengan ROE dan ROA.

Dapatan kajian yang berbeza diperolehi di Malaysia oleh Mohamad dan Abdullah (2012), sebanyak 130 firma yang disenaraikan di Papan Utama Bursa Malaysia dari tahun 2001 hingga 2010 mempunyai hubungan negatif antara jumlah hutang dan keuntungan firma. Ianya selari dengan kajian Salim dan Yadav (2012) yang menggunakan sampel yang lebih besar iaitu sebanyak 237 firma tersenarai di Bursa Malaysia bagi tempoh 1995 hingga 2011 yang juga menunjukkan hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang mempunyai hubungan negatif dengan keuntungan firma dari segi ROA, ROE dan pendapatan sesaham. Selain itu, Samiloglu dan Demorgunes (2008), yang menggunakan kaedah analisis regresi berganda untuk mengkaji kesan modal kerja terhadap keuntungan dalam sampel 5,843 firma pembuatan yang tersenarai di Bursa Saham Istanbul bagi tahun 1998 hingga 2007 yang menunjukkan hubungan negatif antara kredit perdagangan dan keuntungan. Ini adalah selari dengan kajian Goddard, Tavakoli dan Wilson, (2005) yang menggunakan kaedah *system-generalized* bagi firma pembuatan dan perkhidmatan di Belgium, Perancis, Itali dan UK dalam tempoh 1993 hingga 2001 yang menyatakan hubungan antara jumlah hutang dan keuntungan adalah negatif. Sehubungan itu, hipotesis berikut dibentuk:

- H<sub>0</sub> Keuntungan firma tidak menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.
- H<sub>1</sub> Keuntungan firma menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.

### **Saiz Firma**

Firma yang besar mempunyai reputasi kredit yang lebih baik untuk menyelesaikan kewajipan yang dituntut dalam sesebuah firma (Schwartz, 1974). Tambahan pula, firma yang besar dan kukuh mempunyai perhubungan yang lebih baik terhadap hutang kewangan, kredit yang lebih baik dan kuasa tawar-menawar berbanding firma kecil yang baru memulakan perniagaan. Oleh demikian itu, firma tersebut mempunyai kemampuan untuk mendapatkan pinjaman daripada pemiutang yang terdiri daripada individu atau organisasi kerana firma tersebut tidak mempunyai masalah kewangan. Kebiasaannya, saiz ditakrifkan sebagai kelayakan untuk menerima kredit bagi sesebuah firma (Vaidya, 2011). Hal ini menunjukkan bahawa, kelayakan untuk menerima kredit yang lebih memihak kepada firma besar berbanding firma yang bersaiz kecil.

Dalam kajian yang terdahulu dilakukan oleh Psillaki & Daskalakis (2009), hasil dapatan kajian ia menunjukkan terdapatnya hubungan positif antara saiz dengan jumlah hutang untuk PKS di Greek, Perancis, Itali dan Portugal. Ia selari dengan dapatan kajian yang dilakukan oleh Panno, (2003); Ojah & Manrique (2005), yang juga mendapati hubungan positif antara saiz dengan jumlah hutang bagi firma di UK dan Sepanyol serta Vo (2017) dalam kajiannya bagi firma di Vietnam. Selain itu, Tulcanaza Prieto, Ana Belen; Lee & Young Hwan (2019) yang mengkaji faktor penentu struktur modal firma besar di Korea bagi tempoh 2010 hingga 2017 juga memperoleh hubungan yang positif dan signifikan.

Berbeza pula dengan kajian lepas oleh Rajan & Zingles (1995) yang menyatakan bahawa saiz firma berfungsi sebagai proksi untuk maklumat kepada pelabur luar, di mana ia membawa kepada keutamaan yang lebih tinggi untuk ekuiti dalam firma yang besar. Oleh itu, hasil dapatan kajian menunjukkan hubungan negatif antara saiz dengan jumlah hutang. Dalam kajian yang dilakukan oleh Warner (1977) dan Pettit & Singer (1985), menyatakan bahawa firma besar lebih cenderung untuk mempunyai kepelbagaian portfolio pinjaman dalam mendapatkan keuntungan dan risiko untuk muflis yang akan dihadapi oleh sesebuah firma adalah kecil. Manakala, menurut kajian yang dilakukan oleh Wald (1999) ke atas firma di AS, UK, Perancis dan Jepun ia menunjukkan hubungan signifikan yang positif antara saiz dan jumlah hutang manakala untuk firma di Jerman, ia menunjukkan hubungan yang negatif antara saiz dan jumlah hutang.

Selain itu, hasil dapatan kajian oleh Rajagopal (2011), ia menunjukkan firma yang lebih besar dan kukuh kedudukannya dalam perniagaan mempunyai hutang yang lebih sedikit. Namun, dalam kajian yang dibuat oleh Chen (2004) ke atas firma di China telah menunjukkan hubungan negatif yang tidak signifikan antara saiz dan jumlah hutang jangka panjang. Berdasarkan kajian lepas yang telah dilakukan oleh pengkaji-pengkaji yang lain, dapatan kajian terhadap hubungan saiz dan struktur modal adalah berbeza-beza. Sehubungan itu, hipotesis berikut dibentuk:

- H<sub>0</sub> Saiz firma tidak menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.
- H<sub>2</sub> Saiz firma menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.

### **Usia Firma**

Usia firma merupakan dasar yang penting untuk mengukur reputasi dalam model jumlah hutang kerana sebelum memberikan pinjaman, institusi kewangan akan menilai terlebih dahulu kelayakan yang ditetapkan termasuklah usia firma. Menurut Diamond (1989), ia mencadangkan penilaian terhadap reputasi mengikut kelayakan yang telah ditetapkan kerana reputasi berkait dengan nama sebuah firma dibina. Struktur modal hutang firma mungkin tidak akan konsisten sepanjang kitaran hayatnya tetapi dan akan bergantung sepenuhnya kepada usia firma (Mac an Bhaird & Lucey, 2011). Dalam hal ini, usia firma dicadangkan sebagai salah satu faktor yang penting untuk mempengaruhi hubungan firma terhadap hutang (Martin & Daniel, 2013). Walau bagaimanapun, terdapat hubungan yang berbeza-beza daripada kajian lepas dalam menentukan implikasi usia firma terhadap tahap penggunaan struktur modal.

Berdasarkan kajian lepas yang telah dilakukan ia menunjukkan bahawa firma yang berusia mempunyai reputasi hutang yang lebih baik untuk memenuhi tuntutan kewajipan mereka kerana ia mempunyai kedudukan kewangan yang kukuh (Schwartz, 1974). Ia dikukuhkan lagi dengan kajian yang dilakukan oleh Rajan (1994), yang menyatakan bahawa firma yang berusia mempunyai nisbah hutang yang lebih tinggi kerana ia menunjukkan firma tersebut berkualiti dalam memperoleh

keuntungan yang setimpal dengan risiko yang diambil. Kajian ini disokong oleh kajian yang dilakukan oleh Chadha & Sharma (2015) yang mendapati bahawa usia firma mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan jumlah hutang firma. Sementara itu, Arkins (2016) juga mendapati hubungan antara usia firma dengan struktur modal adalah positif dan ia menjelaskan tahap struktur modal akan meningkat apabila usia firma bertambah tetapi dalam jumlah yang kecil.

Walau bagaimanapun terdapat kajian yang lepas yang menunjukkan penemuan yang bertentangan. Palacin, Sanchez, Ramirez & Pietro (2013) mendapati hubungan negatif antara usia dan hutang, di mana firma yang baru ditubuhkan terpaksa menggunakan hutang yang banyak kerana kesukaran dalam menjana keuntungan yang mencukupi bagi melancarkan pertumbuhan dan pelaburan yang dibuat oleh firma tersebut, manakala bagi firma yang berusia, ia mempunyai potensi untuk beroperasi di pasaran kerana kemampuan firma tersebut dalam menghasilkan dan mengumpulkan dana dalaman serta dalam masa yang sama ia meminimumkan jumlah hutang yang perlu ditanggung oleh firma. Sesebuah firma yang berusia mampu bertahan lebih lama dan kukuh sekiranya mempunyai hubungan yang lebih baik kepada sumber kewangan. Selain itu, Hall, Mitcell & McIntosh, (2000) juga mendapati hubungan yang negatif antara usia firma dengan struktur modal. Kajian tersebut disokong oleh kajian yang dilakukan oleh Gama, Mateus & Teixeira (2010) yang menunjukkan hubungan yang negatif antara usia firma dan struktur modal. Sehubungan itu, hipotesis berikut dibentuk:

- H<sub>0</sub> Usia firma tidak menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.
- H<sub>3</sub> Usia firma menentukan jumlah hutang bagi firma pembuatan, pembinaan dan teknologi yang tersenarai di Bursa Malaysia.

## **METODOLOGI KAJIAN**

### **Data Analisis**

Data yang digunakan dalam kajian ini adalah data kuantitatif yang merujuk kepada sumber data sekunder yang diperolehi daripada laporan kewangan tahunan firma sektor pembuatan, pembinaan dan teknologi yang merangkumi dari tahun 2017, 2018 dan 2019. Jumlah firma yang tersenarai di Bursa Malaysia bagi sektor pembuatan adalah sebanyak 173 firma, sektor pembinaan sebanyak 50 firma dan sektor teknologi sebanyak 40 firma. Jumlah keseluruhan firma yang tersenarai adalah sebanyak 263 firma.

Kajian ini menggunakan kaedah persampelan Tujuan. Persampelan tujuan ini adalah salah satu kaedah persampelan di bawah Persampelan Bukan Rawak. Ia juga dikenali sebagai pengambilan keputusan, atau pemilihan subjektif yang mana ia bergantung pada penilaian penyelidik ketika memilih unit yang akan dikaji. Sampel bagi kajian ini adalah berjumlah 60 firma. Daripada jumlah tersebut, sebanyak 20 firma daripada sektor pembuatan, 20 firma daripada sektor pembinaan dan 20 firma daripada sektor teknologi. Dalam kajian ini jumlah hutang dipilih sebagai pembolehubah bersandar dan ianya selari dengan kajian yang lepas (Zackrisson, 2003; Hasan, Ahsan, Rahaman & Alam, 2014 dan Mohamad & Abdullah, 2012). Manakala pembolehubah tidak bersandar ialah keuntungan, saiz dan usia firma. Pembolehubah yang pertama ialah keuntungan firma yang diukur menggunakan parameter untuk menganggarkan pulangan atas aset (San & Heng, 2011; Tan & Hamid, 2016 & Rouf, 2015). Kemudian untuk pembolehubah yang kedua ialah saiz firma yang diukur menggunakan logaritma semulajadi daripada jumlah aset (Petersen & Rajan, 1997; Niskanen & Niskanen, 2006). Manakala pembolehubah yang ketiga ialah usia firma yang diukur menggunakan logaritma semulajadi bilangan tahun firma ditubuhkan (Petersen & Rajan, 1997; Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2010a.).

### **Model Regresi**

Dalam kajian ini, ia menganggap hubungan langsung antara jumlah hutang (pembolehubah bersandar) dan faktor khusus firma iaitu keuntungan, saiz dan usia (pembolehubah tidak bersandar). Kajian ini menggunakan regresi *Ordinary Least Square* (OLS) untuk menganggarkan hubungan antara pembolehubah bersandar dan tidak bersandar. Hasil dapatan kajian ini diperolehi daripada analisis sampel data yang menggunakan perisian STATA 14. Malah, model ini telah digunapakai oleh

beberapa pengkaji dalam kajian yang lepas (Huyghebaert 2006; Gill et al., 2010; Yazadanfar & Ohman 2017). Model yang digunapakai adalah seperti berikut:-

$$TD_{i,t} = \sigma t + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 LOG AGE_{i,t} + \beta_3 LOG SIZE_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Di mana:-

$TD_{i,t}$  = jumlah hutang bahagi jumlah aset

$\sigma t$  = constant

ROA = untung bersih bahagi jumlah aset

$LOGAGE_{i,t}$  = logaritma semulajadi bilangan tahun firma ditubuhkan

$LOGSIZE_{i,t}$  = logaritma semulajadi jumlah aset

$\beta_i$  = parameters to be estimated

$\mu_{i,t}$  = error term

## DAPATAN KAJIAN

### Analisis Deskriptif

Dalam Jadual 1 ia menunjukkan statistik deskriptif untuk pembolehubah yang digunakan dalam kajian ini yang menekankan purata skor, sisihan piawaian, nilai minimum dan nilai maksimum bagi setiap pembolehubah dalam tiga sektor industri yang dipilih.

Jadual 1: Statistik Deskriptif

Variable	Observation	Mean	Std. Dev	Min	Max
<b>Pembuatan:</b>					
TD	60	0.3701955	0.2119061	0.0405053	0.8914421
ROA	60	0.0914709	0.0914576	0.0023554	0.4716318
LOGSIZE	60	8.759179	0.4878905	7.878912	9.81543
LOGAGE	60	1.602755	0.252538	1.20412	2.136721
<b>Pembinaan:</b>					
TD	60	0.4778306	0.1706482	0.1190279	0.755996
ROA	60	0.0532783	0.0406693	0.0026509	0.1571055
LOGSIZE	60	8.977534	0.4565534	8.164816	10.02945
LOGAGE	60	1.569252	0.1860172	1	1.924279
<b>Teknologi:</b>					
TD	60	0.2321724	0.1132576	0.0041507	0.4505748
ROA	60	0.1321614	0.1082773	-0.1830357	0.5537701
LOGSIZE	60	8.509909	0.4566507	7.299638	9.232585
LOGAGE	60	1.420268	0.1827258	1.113943	1.763428

Nota: TD adalah jumlah hutang bahagi jumlah aset. ROA adalah untung bersih bahagi jumlah aset. LOGSIZE adalah logaritma semulajadi daripada jumlah aset. LOGAGE adalah logaritma semulajadi bilangan tahun firma ditubuhkan.

Jadual 1 menunjukkan jumlah hutang (TD) merupakan pembolehubah bersandar bagi tiga firma dalam sektor industri yang tersenarai di Bursa Malaysia. Nilai purata skor untuk jumlah hutang (TD) bagi firma dalam tiga sektor industri iaitu pembuatan 0.3701955, pembinaan 0.4778306 dan teknologi 0.2321724. Nilai sisihan piawaian untuk jumlah hutang bagi firma sektor pembuatan adalah 0.211906 manakala bagi sektor pembinaan dan teknologi masing-masing adalah 0.1706482 dan 0.1132576.

Seterusnya, bagi pembolehubah tidak bersandar yang pertama iaitu keuntungan firma yang diukur dengan menggunakan untung bersih bahagi jumlah aset (ROA) merekodkan nilai purata skor bagi firma pembuatan iaitu 0.0914709 dengan nilai sisihan piawaian 0.0914576 dan firma pembinaan pula merekodkan nilai purata skor 0.053278 dengan nilai sisihan piawaian 0.0406693. Seterusnya, nilai purata skor bagi firma teknologi adalah 0.1321614 dengan nilai sisihan piawaian 0.1082773.



Bagi pembolehubah tidak bersandar yang kedua iaitu saiz firma yang diukur dengan logaritma semulajadi daripada saiz aset (LOGSIZE) untuk firma pembuatan menunjukkan nilai purata skor 8.759179 dengan sisihan piawaian 0.4878905. Bagi firma pembinaan, nilai purata skor adalah 8.977534 dengan sisihan piawaian 0.4565534 dan nilai purata skor bagi firma teknologi adalah 8.509909 dengan sisihan piawaian 0.4566507.

Manakala, pembolehubah tidak bersandar yang ketiga iaitu usia firma yang diukur dengan menggunakan logaritma semulajadi bilangan tahun sejak firma ditubuhkan (LOGAGE) untuk firma pembuatan menunjukkan nilai purata skor 1.602755 dengan sisihan piawaian 0.252538. Bagi firma pembinaan, nilai purata skor adalah 1.569252 dengan sisihan piawaian 0.1860172 dan seterusnya firma teknologi menunjukkan nilai purata skor 1.420268 dengan sisihan piawaian 0.1827258.

### **Analisis Korelasi**

Jadual 2 menunjukkan matrik korelasi di antara pembolehubah. Ujian korelasi yang dilakukan adalah untuk menentukan hubungan antara pembolehubah bersandar dan pembolehubah tidak bersandar.

Jadual 2: Analisis Korelasi

<b>Variables</b>	<b>TD</b>	<b>ROA</b>	<b>LOGSIZE</b>	<b>LOGAGE</b>
<b>Pembuatan:</b>				
TD	1.0000			
ROA	0.2567	1.0000		
LOGSIZE	0.5286	0.0492	1.0000	
LOGAGE	-0.0859	-0.1083	0.1152	1.0000
<b>Pembinaan:</b>				
TD	1.0000			
ROA	-0.2096	1.0000		
LOGSIZE	0.3723	-0.0303	1.0000	
LOGAGE	-0.0800	0.2833	-0.0147	1.0000
<b>Teknologi:</b>				
TD	1.0000			
ROA	-0.2673	1.0000		
LOGSIZE	0.5175	-0.1604	1.0000	
LOGAGE	0.2203	-0.4091	0.2890	1.0000

Nota: TD adalah jumlah hutang bahagi jumlah aset. ROA adalah untung bersih bahagi jumlah aset. LOGSIZE adalah logaritma semulajadi daripada jumlah aset. LOGAGE adalah logaritma semulajadi bilangan tahun firma ditubuhkan.

Jadual 2 menunjukkan analisa korelasi bagi tiga firma yang berlainan sektor industri iaitu pembuatan, pembinaan dan teknologi. Untung bersih (ROA) sektor pembuatan mempunyai hubungan positif dengan jumlah hutang (TD), manakala bagi kedua sektor yang lain iaitu pembinaan dan teknologi mempunyai hubungan yang negatif dengan jumlah hutang (TD). Seterusnya, saiz firma (LOGSIZE) bagi ketiga-tiga sektor tersebut mempunyai hubungan positif dengan jumlah hutang (TD). Usia firma (LOGAGE) bagi sektor pembuatan dan pembinaan mempunyai hubungan yang negatif dengan jumlah hutang (TD), manakala untuk sektor teknologi pula, ia mempunyai hubungan yang positif dengan jumlah hutang (TD).

Selain itu, hubungan antara pembolehubah tidak bersandar yang digunakan dalam kajian ini, iaitu saiz firma (LOGSIZE) bagi sektor pembuatan mempunyai hubungan yang positif dengan untung bersih (ROA), manakala bagi kedua sektor yang lain iaitu pembinaan dan teknologi mempunyai hubungan yang negatif dengan untung bersih (ROA). Usia firma (LOGAGE) bagi sektor pembuatan dan teknologi mempunyai hubungan yang negatif dengan untung bersih (ROA), namun bagi sektor pembinaan, ia mempunyai hubungan yang positif dengan untung bersih (ROA). Seterusnya, usia firma (LOGAGE) bagi sektor pembuatan dan teknologi mempunyai hubungan yang positif dengan saiz firma (LOGSIZE), sebaliknya bagi sektor teknologi, kerana usia firma (LOGAGE) mempunyai hubungan yang negatif dengan saiz firma (LOGSIZE).

### Analisis Regresi

Jadual 3 menunjukkan keputusan regresi yang diperolehi daripada anggaran OLS dengan menggunakan jumlah hutang sebagai pembolehubah bersandar.

Jadual 3: Keputusan Regresi

Pembolehubah Tidak Bersandar	Perbolehubah Bersandar: Jumlah Hutang (Tahun 2017 - 2019)		
	Sektor Pembuatan	Sektor Pembinaan	Sektor Teknologi
Constant	-1.5340 (0.001)***	-0.6789 (0.133)	-0.7711 (0.003)***
ROA	0.5030 (0.051)**	-0.8092 (0.133)	-0.1969 (0.130)
LOGSIZE	0.2311 (0.000)***	0.1369 (0.004)***	0.1207 (0.000)***
LOGAGE	-0.1038 (0.000)***	-0.0184 (0.875)	0.0017 (0.983)
Adjusted R-Squared	0.3127	0.1343	0.2653
R-Squared	0.3477	0.1783	0.3027
F-statistic	9.95	4.05	8.10
No. of Observations	60	60	60

*\*, \*\* dan \*\*\* menunjukkan tahap signifikan pada 10%, 5% dan 1%.*

Jadual 3 menunjukkan hasil dapatan analisis regresi untuk ketiga-tiga sektor industri iaitu firma pembuatan, firma pembinaan dan firma teknologi. Keuntungan firma diukur melalui untung bersih bahagi jumlah aset menunjukkan sektor pembuatan mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan jumlah hutang. Ini menunjukkan firma pembuatan mempunyai ROA yang tinggi merekodkan jumlah hutang yang tinggi kerana ia mempunyai prestasi kewangan yang bagus dan lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman daripada institusi kewangan. Dapatan kajian ini selari dengan kajian lepas yang telah dikaji oleh San & Heng (2011), Abor (2005), Tan & Hamid (2016), Weston & Brigham (1994), Pandey (2001) dan Hadlock & James (2002). Walau bagaimanapun ianya berbeza bagi sektor pembinaan dan teknologi yang menunjukkan hubungan yang negatif tetapi tidak dapat dibuktikan kerana ianya tidak signifikan. Oleh itu,  $H_1$  akan diterima dan  $H_0$  akan ditolak bagi sektor pembuatan, manakala bagi sektor pembinaan dan teknologi  $H_0$  akan diterima dan  $H_1$  akan ditolak.

Seterusnya, saiz firma untuk ketiga-tiga sektor industri mempunyai hubungan yang positif dan sangat signifikan pada tahap 1% dengan jumlah hutang. Dapatan ini adalah selari dengan kajian lepas yang dibuat oleh Schwartz (1974), Panno (2003), Ojah & Manrique (2005), Psillaki & Daskalakis (2009), Vo (2017) dan Tulcanaza Prieto, Ana Belen; Lee, Young Hwan (2019) yang menunjukkan firma yang besar mempunyai jumlah hutang adalah lebih tinggi. Oleh itu,  $H_2$  akan diterima dan  $H_0$  akan ditolak.

Usia firma dalam kajian ini menunjukkan hubungan yang negatif dengan jumlah hutang bagi sektor pembuatan dan sangat signifikan pada tahap 1%. Dapatan ini selari dengan kajian lepas oleh Hall, Mitchell & McIntosh, (2000), Gama, Mateus & Teixeira (2010) dan Palacin, Sanchez, Ramirez & Pietro (2013). Ia menunjukkan firma yang berusia, ia mempunyai kemampuan dalam menghasilkan dan mengumpulkan dana dalaman untuk beroperasi. Manakala untuk sektor pembinaan, usia firma mempunyai hubungan yang negatif dengan jumlah hutang tetapi tidak signifikan dan bagi sektor teknologi pula menunjukkan hubungan yang positif tetapi tidak signifikan dengan jumlah hutang. Oleh itu,  $H_3$  akan diterima dan  $H_0$  akan ditolak bagi sektor pembuatan, manakala bagi sektor pembinaan dan teknologi  $H_0$  akan diterima dan  $H_3$  akan ditolak.

## **KESIMPULAN DAN CADANGAN**

Dapatan kajian yang diperolehi menunjukkan terdapat hubungan yang berbeza antara pembolehubah bersandar dan jumlah hutang bagi tiga sektor yang dikaji. Keuntungan firma mempunyai hubungan yang positif dan signifikan bagi sektor pembuatan sahaja manakala hubungan yang negatif dan tidak signifikan bagi sektor pembinaan dan teknologi. Seterusnya, saiz firma untuk ketiga-tiga sektor tersebut mempunyai hubungan yang positif dan sangat signifikan dengan jumlah hutang. Ini menunjukkan firma yang besar mempunyai kecenderungan yang tinggi terhadap hutang berbanding firma yang kecil. Ini adalah kerana firma besar mempunyai kemampuan untuk mendapatkan pinjaman kerana tidak mempunyai masalah kewangan untuk membayar balik hutang. Bagi pembolehubah yang ketiga iaitu usia firma bagi sektor pembuatan sahaja yang menunjukkan hubungan yang negatif dan signifikan. Ini menunjukkan bahawa semakin berusia sesebuah firma tersebut, semakin kurang hutang yang dimiliki kerana firma yang berusia mempunyai kedudukan kewangan yang kukuh. Ianya berbeza bagi sektor pembinaan kerana mempunyai hubungan negatif dan tidak signifikan manakala sektor teknologi pula menunjukkan hubungan yang positif tetapi tidak signifikan. Secara keseluruhannya, jumlah hutang bagi sektor pembuatan sahaja yang mempunyai hubungan yang signifikan bagi ketiga-tiga pembolehubah bersandar.

Dapatan kajian ini boleh digunakan oleh pembuat dasar dalam menentukan keputusan berkaitan dengan dasar jumlah hutang bagi ketiga-tiga sektor industri iaitu sektor pembinaan, sektor pembuatan dan sektor teknologi. Cadangan untuk kajian pada masa hadapan ialah menggunakan kaedah analisis AMOS atau SEM PLS dan memanjangkan lagi tempoh kajian bagi mendapatkan satu hasil dapatan kajian yang menyeluruh dalam sektor industri yang dipilih. Selain itu, memilih pembolehubah yang mempunyai pengaruh terhadap persekitaran ekonomi dan pembangunan sesebuah negara yang mengambil kira daripada pelbagai faktor dan keberkesanan dalam menghasilkan kajian yang baik serta menjadi rujukan yang berguna kepada para pengkaji pada masa hadapan. Akhir sekali, cadangan untuk memperbaiki kajian akan datang iaitu menggunakan persampelan yang lebih besar untuk mewakili keseluruhan sektor-sektor industri yang dipilih tersenarai di Bursa Malaysia.

## **RUJUKAN**

- Abor, J (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6: 438-447.
- Adesina, J. B., Nwidobie, B.M., Adesina, O.O. (2015). Capital structure and financial performance in Nigeria. *International Journal of Business and Social Research* 5, 21-31.
- Amin, M.S.I. & Janor, H. (2016). The co-movement between exchange rates and stock prices in an emerging market. *Jurnal Pengurusan* 48: 61-72.
- Ang, J. S. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *Journal of Small Business Finance*, Vol.1 No. 3,pp. 185-203.
- Bannerman, S., & Fu, G. (2019). Analyzing access to long term debt effects on firm growth: Evidence of China. *European Journal of Social Sciences*, 58(1), 5-13.
- Champion, D. (1999). Finance: the joy of leverage. *Harvard Business Review*, Vol. 77, pp 19-22.
- Chen, J.J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351.
- Cole, C., Yan, Y., Hemley, D. (2015). Does capital structure impact firm performance: an empirical study of three U.S. sectors. *Journal of Accounting and Finance* 15 (6): 57-65.
- Damodaran, A. (2001). Corporate Finance: Theory and Practice. *Edisi ke-2*. Wiley.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(7), 945-966.
- Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data. *Policy Research Working Paper, No. 2696, The World Bank, Washington, DC*.
- Eriotis N, Vasiliou D & Neokosmidi, V.Z. (2007). How firm characteristic affect capital structure: an empirical study. *Journal of Managerial Finance*, 33(5): 321-405.
- Fama, E, F. & French, K, R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, Vol. 15 No. 1, pp. 1-33.
- Gama, A., Mateus, C., & Teixeira, A. (2010). Does trade credit facilitate access to bank finance? An empirical evidence from Portuguese and Spanish small medium size enterprises. *International Research Journal of Finance and Economics*, 45(1), 26-45.
- Garcia-Teruel, P.J., & Martinez-Solano P, (2010a). Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. *International Small Business Journal*, 28(3), 215-233.
- Gill, A., Biger, N., Pai, C. & Bhutani, S. (2009). The determinants of capital structure in the service industry: Evidence from the United States. *The Open Business Journal*, 2(1): 48-53.
- Goddard, J., Tavakoli, M. & Wilson, J. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, Vol. 15, No. 18, pp, 1269-1282.
- Hadlock, C. & James, C. (2002). Do banks provide financial slack? *Journal of Finance*, Vol 57: pp 383-420.
- Hall, G., Hutchinson, P. & Michaelas, N. (2000). Industry effects on the determinants of unquoted SME's capital structure. *International Journal of the Economics of Business*, Vol 7 No. 3, pp, 297-355.
- Harris, M, & Raviv, R. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1): 297-355.

- Hasan, M.B., Mainul Ahsan, A.F.M., Rahaman, M.A., Alam, M.N. (2014). Influence of capital structure on firm performance in Bangladesh. *International Journal of Business and Management* 9(5): 184-194.
- Kwenda, F., (2014). Trade credit in Zimbabwe's economic recovery. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 5(2), 431-439.
- Li, X. (2011). Determinants of trade credit: a study of listed firms in the Netherlands. *School of Management and Governance University of Twente the Netherlands*.
- Mac an Bhaird, C. and Lucey, B. (2011). "An empirical investigation of the financial growth life cycle", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 18 No. 4, pp. 715-731.
- Matthew, A.A., & Stephen, O.M. (2016). Capital structure and firm performance in Nigerian-listed companies. *Journal of Economics and Behavioral Studies* 8(3): 54-74.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Taxes and the cost of capital: a correction. *American Economics Review* 53(3): 433-443.
- Mohamad, N.E.A., & Abdullah, F.N. (2012). Reviewing relationship between capital structure and firm's performance in Malaysia. *International Journal of Advances in Management and Economics* 1(4): 151-156.
- Narayan, P.K. & Sharma, S.S. (2011). New evidence on oil price and firm returns. *Journal of Banking & Finance* 39(12): 3253-3262.
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2006). The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: The case of Finnish small firms. *European Financial Management*, 12(1), 81-102.
- Pandey, I.M, (2010). Financial Management, Tenth Edition, *Vikas Publishing Home PVT Ltd, New Delhi*.
- Psillaki, M, & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific?, *Small Business Economics*, Vol 3, No. 3, pp. 319-333.
- Rajan, R.G. & Zingales, I. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, Vol 50, No 5 pp 1421-1460.
- Rouf, M.A. (2015). Capital structure and firm performance of listed non-financial companies in Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance* 9(1): 25-32.
- Saad, N.M (2010). Corporate governance compliance and the effect to capital structure. *International Journal of Economics and Financial*, Vol 2, No 1, pp 105-114.
- Saleem, Z.R. & Imad, Z.R. (2015). Capital structure and firm's performance of Jordanian manufacturing sector. *International Journal of Economics and Finance* 7(6): 279-284.
- Salim, M., & Yadav, D.R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *International Congress of Interdisciplinary Business and Social Science*, 65(2012), 156-166.
- Samiloglu, F. & Demirgunes, K. (2008). The effect of working capital management on firm profitability: evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol 2, No 1, pp, 44-50.
- Tulcanaza Prieto, Ana Belen; Lee, Young Hwan (2019). Internal and external determinants of capital structure in large Korean firms, *Global Business & Finance Review (GBFR)*, ISSN 2384-1648, People & Global Business Association (P&GBA), Seoul, Vol. 24, Iss. 3, pp. 79-96, <http://dx.doi.org/10.17549/gbfr.2019.24.3.79>
- Uzzi, B., & Gillespie, J.J. (1999). Interfirm relationships and the organization of a firm's financial capital structure: the case of the middle market. *Research in the Sociology of Organizations*, Vol. 16 No. 1, pp. 107-126.

- Vaidya, R.R (2011). The determinants of trade credit: evidence from Indian manufacturing firms. *Modern Economy*, 2(5), 707-716.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.
- Wald, J.K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.
- Warner, J (1977). Bankruptcy costs: some evidence. *Journal of Finance*, 32: 337-347.
- Yazdanfar, D., & Ohman, P. (2017). Short- and long term debt determinants in Swedish SMEs. *Department of Business, Economics and Law, Mid Sweden University, Sundsvall, Sweden*, 16(1), 106-124.
- Yazdanfar, D., & Ohman, P. (2014). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *Department of Business, Economics and Law, Centre for Research on Economic Relations, Mid Sweden University, Sundsvall, Sweden*, 16(1), 102-118.
- Yazdanfar, D., & Ohman, P. (2016). The impact of trade credit use on firm profitability: empirical evidence from Sweden. *Department of Business, Economics and Law, Mid Sweden University, Sundsvall, Sweden*, 13(2), 116-129.