

**Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Keputusan Struktur Modal Pada Perusahaan Semua Sektor Non-Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2014**

**Octavia Anizar**

Fakultas Bisnis dan Ekonomika – Akuntansi  
Anizaroctavia71@gmail.com

**Abstrak** - Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mengetahui apakah atribut dari *Corporate Governance* seperti *board size*, *outside directors*, *ownership concentration*, dan *managerial ownership* memiliki pengaruh terhadap *Capital Structure*. Penelitian ini menggunakan profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan dan aset tetap berwujud sebagai variabel kontrol. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan total utang dan utang jangka panjang sebagai variabel dependen. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012 sampai dengan 2014. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap struktur modal yaitu pada utang jangka panjang sedangkan variabel *corporate governance* yang lain seperti komisaris independen, kepemilikan manajerial dan kepemilikan konsentrasi tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Oleh karena itu, Penelitian selanjutnya direkomendasikan agar menggunakan variabel *corporate governance* lain yang berpengaruh terhadap struktur modal.

**Kata Kunci:** *Good Corporate Governance, Corporate Governance, Capital Structure, Board Size, Ownership Concentration, Managerial Ownership.*

**Abstract** - *This study aimed to analyze and determine whether the attributes of corporate governance such as board size, outside directors, ownership concentration, and managerial ownership has an influence on Capital Structure. This study uses profitability, liquidity, size of firm and asset tangibility as control*

*variables. Capital structure in this study was measured by total debt and long-term debt as the dependent variable. The population in this study is companies listed on the Indonesian Stock Exchange (BEI) during the period of 2012 through 2014. The results of hypothesis testing showed that the size of the board of directors a positive effect on the capital structure are on long-term debt while the other corporate governance variables such as commissioner independent, managerial ownership and concentration of ownership has no effect on the capital structure. Therefore, further research is recommended to use other corporate governance variables that affect the capital structure.*

**Keywords:** *Good Corporate Governance, Corporate governance, Capital Structure, Board Size, Ownership Concentration, Managerial Ownership.*

## **PENDAHULUAN**

Persaingan yang semakin kompetitif di era sekarang ini mengharuskan setiap perusahaan untuk mencari alternatif pemodalan yang dapat meminimalkan biaya modal. Keputusan dalam pemilihan sumber modal yang akan diambil perusahaan harus dipertimbangkan dengan teliti sifat dan biaya dari sumber modal yang akan dipilih karena sumber modal tersebut memiliki efek finansial yang berbeda. Ada dua jenis sumber modal yaitu sumber modal yang berasal dari internal dan eksternal. Salah satu yang terpenting adalah manajemen perusahaan perlu untuk menentukan struktur modal yang optimal untuk meminimalkan biaya modal serta risikonya. Struktur modal yang optimal merupakan suatu struktur modal yang memaksimalkan kemakmuran para pemilik atau pemegang saham atau memaksimalkan nilai perusahaan (Awat & Muljadi, 1995). Pemilihan struktur modal yang optimal dapat mengurangi terjadinya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. . Untuk mengatasi masalah keagenan tersebut maka perusahaan memerlukan adanya *corporate governance*. *Corporate governance* merupakan tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan antara berbagai bentuk partisipan dalam perusahaan yang tujuannya untuk menentukan arah kinerja perusahaan.

Tabel 1. Peta Struktur Modal Perusahaan yang Terdaftar di BEI 2012-2014

Sektor	2012		2013		2014	
	TDR	LTDR	TDR	LTDR	TDR	LTDR
Primer (Pertambangan,dll)	0.45	0.13	0.49	0.19	0.45	0.20
Sekunder (Manufaktur)	0.51	0.15	0.58	0.19	0.62	0.22
Tersier (Jasa)	0.57	0.24	0.72	0.37	0.71	0.30

Berdasarkan Tabel 1 diatas maka tujuan penelitian ini untuk melakukan penelitian apakah tinggi dan rendahnya keputusan struktur modal yang diprosikan pada *total debt ratio* dan *long-term debt ratio* perusahaan dipengaruhi oleh unsur-unsur dari *corporate governance* seperti ukuran dewan komisaris, komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan konsentrasi.

1. Hubungan Ukuran Dewan Komisaris dengan Struktur Modal

Menurut Jensen (1986) dan Hussainey & Al-Nodel (2009) semakin besar ukuran dewan komisaris maka semakin besar tingkat *leverage*. Menurut Sheikh & Wang (2012) lembaga keuangan seperti bank lebih percaya diri untuk memberikan pinjaman pada perusahaan yang memiliki ukuran dewan komisaris yang besar. Hasil penelitian dari Anderson *et al.* (2004), Coleman & Biekpe (2006), Abor (2007), Bokpin & Arko (2009), Sheikh & Wang (2012) menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil berbeda terjadi pada penelitian Mehran (1992), Berger *et al.* (1997), Abor & Biekpe (2005) menemukan adanya pengaruh negatif terhadap struktur modal.

**H1 : Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap struktur modal**

2. Hubungan Komisaris Independen dengan Struktur Modal

Berger *et al.* (1997) menyatakan bahwa komisaris independen memantau lebih aktif pihak manajer untuk menggunakan utang yang lebih banyak. Berger *et al.* (1997), Anderson *et al.* (2004), Abor (2007), dan Sheikh & Wang (2012) menemukan bahwa ada pengaruh positif dan signifikan antara komisaris

independen dengan struktur modal. Hasil berbeda dengan penelitian Al-Najjar & Hussainey (2009), dan Wen *et al.* (2002) menemukan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

## **H2 : Komisaris independen berpengaruh positif terhadap struktur modal**

### 3. Hubungan Kepemilikan Konsentrasi dengan Struktur Modal

Kepemilikan *blockholders* dapat mengurangi konflik keagenan karena mampu mempengaruhi manajer untuk mengambil keputusan terutama kebijakan utang dengan tujuan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Sheikh & Wang, 2012). Perusahaan dengan kepemilikan *blockholders* yang tinggi akan memiliki proporsi kewajiban yang tinggi (Friend & Lang, 1988). Penelitian Berger *et al.* (1997), Brailsford *et al.* (2002), Fosberg (2004), Mehran (1992), dan Sheikh & Wang (2012) menemukan bahwa adanya pengaruh positif dan signifikan antara kepemilikan konsentrasi dengan struktur modal. Sedangkan penelitian Abobakr & Elgiziry (2016) menemukan adanya pengaruh negatif signifikan antara kepemilikan konsentrasi dengan struktur modal.

## **H3 : Kepemilikan konsentrasi berpengaruh positif terhadap struktur modal**

### 4. Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Struktur Modal

Ooi (2000) menyatakan bahwa manajer dengan persentase kepemilikan yang tinggi memiliki kecenderungan untuk melakukan kegiatan yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham sehingga perusahaan dengan kepemilikan insider lebih memiliki tingkat utang yang lebih tinggi (Kim & Sorensen, 1986). Bathala *et al.* (1994), Friend & Lang (1988), Fosberg (2004), dan Sheikh & Wang (2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil berbeda dari penelitian Bokpin & Arko (2009), Kim & Sorensen (1986), Wellalage Locke (2012) yang menemukan bahwa adanya pengaruh positif dari kepemilikan manajerial dengan struktur modal.

## **H4 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal**

## **METODE PENELITIAN**

### **Pemilihan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan semua perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2012-2014. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah sampel *non probability purpose judgemental* karena tidak semua kesempatan yang sama. batasan atau karakteristik populasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: Badan usaha non-keuangan seperti perbankan, asuransi, sekuritas atau lembaga keuangan lainnya, mempublikasikan *annual report* secara kontinyu dari tahun 2012 sampai dengan 2014, menyajikan laporan keuangan dengan mata uang dalam nilai rupiah, menyertakan daftar nama anggota komisaris dan keterangan komisaris independen pada catatan atas laporan keuangan dan menyertakan daftar kepemilikan pemegang saham. Dari kriteria tersebut diperoleh sebanyak 834 perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian.

### **Analisis Data**

Persamaan regresi yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$TDR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 OD_{it} + \beta_3 OC_{it} + \beta_4 MOWN_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 AT_{it} + u_{it} \dots\dots\dots(1)$$

$$LTDR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 OD_{it} + \beta_3 OC_{it} + \beta_4 MOWN_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 AT_{it} + u_{it} \dots\dots\dots(2)$$

### **Variabel Dependen**

Dalam penelitian ini struktur modal diprosikan menggunakan *Total Debt Ratio* (TDR) dan *Long-term Debt Ratio* (LTDR). *Total Debt Ratio* adalah rasio antara jumlah kewajiban jangka pendek dan kewajiban jangka panjang terhadap total aset perusahaan (Sheikh & Wang, 2012). *Long-term Debt Ratio* adalah rasio antara kewajiban jangka panjang terhadap total aset perusahaan (Ahmadpour *et al.* (2012).

### **Variabel Independen**

Variabel independen dalam penelitian ini adalah ukuran dewan komisaris, komisaris independen, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial.

a. Ukuran Dewan Komisaris (BS)

Ukuran dewan komisaris pada penelitian ini diukur dengan logaritma dari jumlah anggota dewan komisaris yang ada dalam perusahaan (Corsi *et al.*, 2015).

b. Komisaris Independen (OD)

Dalam penelitian ini komisaris independen diukur dengan menggunakan perbandingan antara jumlah komisaris independen dengan jumlah total komisaris (Quang & Xin, 2015).

c. Konsentrasi Kepemilikan (OC)

Kepemilikan konsentrasi dalam penelitian ini diukur dengan perbandingan antara saham pemegang saham lima terbesar dengan jumlah saham beredar sebagai berikut (Abobakr & Algiziry, 2016).

d. Kepemilikan Manajerial (MO)

Kepemilikan saham manajerial diukur sebagai persentase saham yang dimiliki oleh anggota dewan diungkapkan dalam laporan keuangan tahunan dibandingkan dengan total saham beredar dipasar (Hasssan, 2009).

### **Variabel Kontrol**

a. Profitabilitas (PROF)

Profitabilitas diukur dengan pembagian antara laba/rugi setelah pajak dengan total aset (Corsi *et al.*, 2015).

b. Likuiditas

Likuiditas diperoleh dari pembagian dari aset lancar dengan kewajiban lancar (Sarlija & Hanc, 2012).

c. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan log dari total aset yang dimiliki perusahaan (Shoaib & Yasushi, 2012).

d. Asset Tangibility (AT)

Aset tetap berwujud perusahaan dapat berupa tanah, kendaraan, mesin, dan peralatan kantor. Aset tetap berwujud diukur dengan membagi Aset tetap dengan total aset tetap (Adegbile, 2015).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### 1. Statistik Deskriptif

Pada tabel 1 menunjukkan bahwa nilai minimum LTDR adalah 0, berarti bahwa terdapat perusahaan yang tidak memiliki utang jangka panjang yaitu PT. Laguna Cipta Griya Tbk. (LCGP). Dilihat dari nilai rata-rata Komisaris Independen sebesar 40,1% sudah memenuhi Ketentuan Surat Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) Nomor: Kep 315/BEJ/06-2000 yaitu minimal 30% dari jumlah komisaris dalam suatu perusahaan. Dilihat dari nilai rata-rata kepemilikan konsentrasi perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2012-2014 tergolong cukup besar yaitu 69.5. Kepemilikan saham perusahaan di Indonesia cenderung terkonsentrasi (Claessens et al., 2000). Dilihat dari rata-rata kepemilikan saham managerial pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2012-2014 sangat rendah (*Low Level*) karena dibawah 5%.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
TDR	748	0.00032	1.185	0.453	0.219
LTDR	748	0	0.321	0.117	0.072
BS	748	0.301	1.079	0.588	0.169
OD	748	0	1	0.401	0.116
OC	748	0.002	1	0.695	0.21

MO	748	0	0.776	0.02	0.076
PROF	748	-1.072	0.657	0.059	1.034
LIQ	748	0.012	464.984	5.494	28.203
SIZE	748	23.082	35.803	28.169	1.684
AT	748	0.00013	1.284	0.307	0.246

Hasil uji F menunjukkan pengaruh variabel BS (*Board Size*), OD (*Outside Director*), OC (*Ownership Concentration*), MO (*Managerial Ownership*), PROF (*Profitability*), LIQ (*Liquidity*), SIZE, AT (*Asset Tangibility*) secara simultan terhadap TDR dan LTDR. Hasil sig, F menunjukkan nilai sebesar 0.000 untuk keduanya.

Tabel 2. Hasil Uji t

VARIABEL	TDR		LTDR	
	<i>Expected</i>	Beta	<i>Expected</i>	Beta
BS	+	0.015	+	0.046***
OD	+	0.068	+	-0.046
OC	+	0.044	+	-0.001
MO	+	-0.005	+	0.012
PROF	-	-0.573***	-	-0.081***
LIQ	+	-0.002***	+	0.000**
SIZE	+	0.022***	+	0.013***
AT	+	0.016	+	0.078***

*Notes:* Sig. 1% (\*\*\*), Sig. 5% (\*\*), Sig. 10% (\*).

Berdasarkan tabel diatas dapat diambil kesimpulan bahwa hanya ukuran dewan komisaris yang memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal yang diproksikan dalam *long-term debt ratio*. Hal ini berarti bahwa ukuran dewan komisaris yang besar memiliki utang jangka panjang yang besar. Menurut Sheikh & Wang (2012) lembaga keuangan seperti bank merasa lebih percaya diri untuk memberikan pinjamannya kepada perusahaan-perusahaan yang memiliki ukuran dewan komisaris yang besar. Ditambah lagi, dari sisi kreditur



lebih memilih memberikan pinjamannya dalam bentuk utang jangka panjang (Sundjaja, 2003) karena dari segi risiko hutang jangka panjang dilindungi dengan perjanjian dan memiliki jatuh tempo yang pasti. Hubungan positif dan signifikan dari ukuran dewan komisaris dengan struktur modal konsisten dengan penelitian Abor (2007), Anderson *et al.* (2004), Bokpin dan Arko (2009), dan Kyereboah-Coleman dan Biekpe (2006). Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hassan & Butt (2009), Anderson *et al.* (2004), Heng *et al.* (2012), Olubukunola Uwuigbe (2013) yang menyatakan bahwa Board Size berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Outside Director* berpengaruh tidak signifikan terhadap *Total Debt Ratio* dan *Long-term Debt Ratio*, sehingga H2 ditolak. Hal ini berarti bahwa pengawasan dari komisaris independen masih belum efektif dan adanya penambahan jumlah komisaris independen oleh perusahaan hanya karena sebatas untuk memenuhi aturan formal yang mewajibkan proporsi komisaris independen dalam suatu perusahaan sekurang-kurangnya 30% dari jumlah anggota komisaris. Hasil penelitian ini sejalan dengan Moslemipour & Garkaz (2013) dan Hassan & Ali (2009) yang menyatakan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Berger *et al.* (1997) dan Abor & Biekpe (2007) yang menemukan pengaruh yang signifikan positif dengan struktur modal.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Ownership Concentration* memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap *Total Debt Ratio* dan *Long-term Debt Ratio*, sehingga H3 ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hassan & But (2009) menyatakan bahwa kepemilikan konsentrasi tidak berpengaruh terhadap struktur modal yang kemungkinan disebabkan praktek tata kelola perusahaan yang masih kurang bagus dan jumlah utang yang masih relatif kecil.(waworuntu *et al.*, 2014). Namun penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Kasbi (2009) yang menunjukkan bahwa kepemilikan konsentrasi memiliki pengaruh negatif signifikan yaitu perusahaan yang memiliki *blockholder*

yang besar cenderung untuk lebih mengontrol untuk penggunaan utang yang rendah.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Ownership Manajerial* tidak signifikan terhadap *Total Debt Ratio* dan *Long-term Debt Ratio*, sehingga H4 ditolak. Hasil ini karena tingkat kepemilikan saham manajerial sangat rendah di perusahaan yang terdaftar pada BEI periode 2012-2014 (Mean = 0.0196). Menurut Mehran (1992) kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan struktur modal disebabkan karena relatif kecilnya presentase kepemilikannya sehingga tidak memiliki kendali untuk menentukan kebijakan utang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Friend & Lang (1988) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan struktur modal. Berger *et al.* (1997) and Al-Fayoumi & Abuzayed (2009), hasilnya terdapat pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *Total Debt Ratio* maupun terhadap *Long-term Debt Ratio*. Temuan ini mendukung teori struktur modal yaitu *Pecking Order Theory*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi menggunakan dana internal sebagai prioritas utama, utang untuk prioritas kedua, dan ekuitas sebagai prioritas ketiga (Abobakr & Elgiziry, 2015).

Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal baik *Total Debt Ratio* dan *Long-term Debt Ratio*. Hubungan negatif antara likuiditas dan total debt rasio sejalan dengan teori *Pecking Order* yaitu semakin likuid suatu perusahaan maka semakin sedikit menggunakan utang karena dana internal digunakan sebagai prioritas pertama (Sheikh & Wang, 2012).

Ukuran badan usaha berpengaruh positif terhadap *Total Debt Ratio*. Dan *Long-term Debt*. Hasil ini sejalan dengan penelitian waworuntu *et al.* (2014) yang menyatakan bahwa ukuran badan usaha yang besar memilih utang jangka panjang sedangkan ukuran badan usaha yang kecil memilih utang jangka pendek.

AT berpengaruh positif terhadap *Total Debt Ratio* dan *Long-term Debt Ratio*. Hal ini sejalan dengan teori *Trade Off Model* yang menyatakan bahwa

perusahaan-perusahaan yang memiliki banyak aset yang dapat dijaminkan cenderung meminjam atau utang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang memiliki aset yang tidak berwujud. Selain itu, menerbitkan utang yang dijamin dengan aset dapat melindungi *debtholders* dari perilaku oportunistik manager dalam membatasi pinjaman. Booth *et al.* (2001) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa semakin banyak aset berwujud, semakin tinggi rasio utang jangka panjang tetapi total utang lebih kecil.

## **KESIMPULAN**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *corporate governance* terhadap keputusan struktur modal pada perusahaan semua sektor non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2012 sampai dengan 2014. Hasil dari penelitian ini terdapat hanya satu variabel *corporate governance* yang memiliki pengaruh terhadap keputusan struktur modal yaitu ukuran dewan komisaris yang berpengaruh positif signifikan terhadap *long-term debt ratio* sebagai proksi dari struktur modal. Komisaris independen, kepemilikan konsentrasi dan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Implikasi dari hasil penelitian ini yaitu bahwa ukuran dewan komisaris yang besar memiliki utang jangka panjang yang besar. Menurut Sheikh & Wang (2012) lembaga keuangan seperti bank merasa lebih percaya diri untuk memberikan pinjamannya kepada perusahaan-perusahaan yang memiliki ukuran dewan komisaris yang besar. Ditambah lagi, dari sisi kreditur lebih memilih memberikan pinjamannya dalam bentuk utang jangka panjang (Sundjaja, 2003) karena dari segi risiko hutang jangka panjang dilindungi dengan perjanjian dan memiliki jatuh tempo yang pasti.

Untuk itu jika investor memastikan apakah investasi akan memberikan tingkat pengembalian yang diharapkan, maka calon investor terlebih dahulu perlu melakukan penilaian kinerja pada perusahaan yang akan menjadi tempat kegiatan investasi. Salah satu tolok ukurnya yaitu dengan melihat ukuran dewan komisaris dalam suatu perusahaan. Ukuran dewan komisaris yang besar dapat memonitor tindakan manajemen secara efektif dan menghasilkan praktik manajemen yang

lebih baik sehingga kinerja perusahaan akan semakin baik. Dengan demikian perusahaan yang memiliki kinerja yang baik akan dapat memberikan tingkat pengembalian (*rate of return*) yang diharapkan bagi investor.

Keterbatasan penelitian ini yaitu hanya menggunakan data pada tahun 2012, 2013, dan 2014 saja. Hal ini dikarenakan adanya keterbatasan waktu untuk penelitian. Sebaiknya untuk penelitian selanjutnya menggunakan data yang berbeda dan jangka waktu yang lebih lama dari penelitian ini. Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel *corporate governance* dalam mendeteksi pengaruh *corporate governance* terhadap struktur modal. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menemukan lebih banyak variabel *corporate governance* seperti komite audit, kepemilikan institusional dan direktur remunerasi. Saran untuk lebih meningkatkan kualitas dari penelitian yaitu memperpanjang periode periode waktu penelitiannya sehingga memperoleh sampel yang lebih banyak karena dengan periode waktu yang lebih panjang dan sampel yang lebih banyak akan menghasilkan kemampuan prediksi yang lebih baik sehingga hasil penelitian lebih akurat.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Abor, J. 2007. Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms. *Corporate Governance*. Vol. 7(1): 83-92.
- Adams, R. and Mehran, H. 2003. Is corporate governance different for bank holding companies?. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*. Vol. 9(1): 123-142.
- Al-Fayoumi, N. A., & Abuzayed, B. M. 2009. Ownership structure and corporate financing. *Applied Financial Economics*. Vol. 19(24): 1975-1986.
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. 2011. Revisiting the Capital Structure Puzzle: UK Evidence. *The Journal of Risk Finance*. Vol. 12(4), 329-338.
- Anderson, R. W. 2002. Capital Structure, Firm Liquidity and Growth. *Working Paper*. National Bank of Belgium.

- Awat, Napa. I, dan Muljadi. 1995. Keputusan Keputusan Keuangan Perusahaan: Teori dan Hasil Pengujian Empiris, Yogyakarta: Liberty.
- Berger, P.G., Ofek, E. and Yermack, D.L. 1997. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*. Vol. 52 No. 4. pp. 1411-38.
- Booth, L, Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. 2001. Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*. Vol. 56: 87-130.
- Claessens Stijn, Simeon Djankov, Larry H.P. Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58(2): 81-112.
- Do Xuan Quang and Wu Zhong Xin, 2015. Measuring Impact Of Ownership Structure And Corporate Governance On Capital Structure Of Vietnamese Soes. pp. 218 – 230.
- Friend, I. and Lang, L.H.P. 1988. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*. Vol. 43 No. 2. pp. 271-81.
- Godfred A. Bokpin, Anastacia C. Arko, 2009. Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*. Vol. 26(4): pp. 246-256.
- Hassan, A. dan Butt, S.A. 2009. Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*. Vol. 4(2): 50-57.
- Heng, T, Azrbaijani S, Tze O. 2012. Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies. *Asian Social Science*. Vol. 8(3).
- Kasbi, S. 2009. Ownership concentration and capital structure adjustments. *Working Paper*.
- Khan Shoaib, Suzuki Yasushi. 2012. Capital Structure And Managerial Ownership: Evidence from Pakistan. Vol. 11(2): 131-142.

- Kim, Wi S. and Sorensen, Eric H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21(2): 131-144.
- Kyereboah-Coleman, A., N. Biekpe. 2006. The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality and Firm performance: Experience from Ghana. *Journal of Corporate Ownership and Control*. pp. 114-122.
- Mohamed G. Abobakr, Khairy Elgiziry. 2015. The Effect of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage. Vol. 5(1): 1-14.
- Natasa Sarlija, Martina Harc. 2012. The Impact of Liquidity on The Capital Structure: A Case Study of Croatia Firms. Vol 3(1): 30-36.
- Olubukunola Uwuigbe. 2013. The effects of board size and Ceo duality on firms' capital structure: a study of selected listed firms in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*. Vol. 3(8): 1033-1043.
- Ooi, J. 2000. Managerial opportunism and the capital structure decisions of property companies. *Journal of Property Investment and Finance*. Vol. 18: 316–331.
- Samuel Abraham Adegbile. 2015. Corporate Governance Attributes And Capital Structure Of Listed Firms In The Nigerian Food And Beverages Industry. Vol. 3(1): 48-56.
- Sheikh and Wang. 2012. Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan. Vol. 12(5): 629-641.
- Stephanus Remond Waworuntu, Kezia Anastasia Nirmalasari Feyari Tjahjana, Toto Rusmanto. 2014. The Effect of Corporate Governance on Capital Structure in Public Listed Companies in Indonesia.
- Wallalage, H. H., & Stuart, L. 2012. Corporate Governance and Capital Structure Decision of Sri Lankan Listed Firms. *Global Review of Business and Economic Research*. Vol. 8(1): 157-169.