



ANALISIS STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Mixci Daniel Momongan¹, Kelvin Sanjaya², Fendrawati Susiana³, Hepi Duchovny Young⁴, Wisnu Yuwono⁵

^{1,2,3,4,5} Universitas Internasional Batam

e-mail: ¹2144006.mixci@uib.edu, ²2144017.kelvin@uib.edu, ³2144018.fendrawati@uib.edu,

⁴2144022.hepi@uib.edu, ⁵wisnu@uib.ac.id

Corresponding Author: Wisnu Yuwono

Abstract: *This study aims to design a model framework of variables that determinants of capital structure. Board size, CEO duality, board composition, managerial ownership and CEO tenure were determined as independent variables that affect capital structure. Profitability and firm size were used as control variables. The meta analysis is the method used in the preparation of articles. The secondary data obtained is the result of research from previous researchers. The preparation of this study produces a model framework that can be used as a guide in formulating strategies as well as a consideration tool in making effective and efficient capital structure decisions so as to maximize company value and prevent bankruptcy.*

Keywords: *Capital Structure, Board Size, CEO Duality, Managerial Ownership, Profitability.*

Abstrak: Studi ini bertujuan untuk merancang model framework variabel yang memengaruhi struktur modal. Ukuran dewan, dualitas CEO, komposisi dewan, kepemilikan manajerial dan CEO tenure ditetapkan sebagai variabel independen yang memengaruhi struktur modal. Profitabilitas dan ukuran perusahaan berperan sebagai variabel kontrol. Meta analysis merupakan metode yang digunakan dalam penyusunan artikel. Data sekunder yang didapatkan merupakan artikel hasil penelitian dari para peneliti sebelumnya. Penyusunan studi ini menghasilkan model framework yang dapat digunakan sebagai arahan dalam penyusunan strategi serta alat pertimbangan dalam pengambilan keputusan struktur modal yang efektif dan efisien sehingga mampu memaksimalkan nilai perusahaan dan mencegah kebangkrutan.

Kata kunci: *Capital Structure, Board Size, CEO Duality, Managerial Ownership, Profitability.*

1. Pendahuluan

Operasional suatu perusahaan tidak dapat terpisah dari modal. Pengelolaan modal yang baik menjadi sebuah faktor penting dalam menunjang kelancaran dan efektivitas sebuah usaha. Modal dapat diperoleh baik secara internal yang berupa dana dari laba ditahan dan penanaman modal dari pemegang saham ataupun eksternal yang berupa pinjaman atau utang. Perolehan modal yang besar untuk mendukung usaha tidak akan terlepas dari pendanaan melalui utang sehingga penentuan keputusan struktur modal harus dioptimalisasi secara efektif dan efisien.

Struktur modal mencakup unsur yang terdiri dari liabilitas dan ekuitas dalam hal pembiayaan operasional perusahaan (Purag et al., 2016). Keputusan struktur modal dikatakan efektif jika mencapai porsi yang seimbang antara utang dan modal. Keseimbangan kedua unsur tersebut sangat dibutuhkan untuk memaksimalkan nilai perusahaan serta mencegah kegagalan usaha. Hal tersebut dikarenakan pendanaan melalui utang yang tinggi akan menimbulkan risiko finansial yang besar sedangkan pendanaan melalui saham yang tinggi akan menimbulkan biaya modal yang tinggi (Wangsawinangun & Darminto, 2014).

Keputusan struktur modal yang tidak tepat dapat menimbulkan kegagalan usaha. Kegagalan tersebut dapat dilihat dari fakta-fakta yang terjadi pada berbagai perusahaan yang tidak mampu melakukan pembayaran utang hingga berujung pailit. Salah satu kasus yang terjadi di Indonesia yaitu PT Sariwangi Agricultural Estate Agency (SAEA) yang gagal melunasi utang sebesar Rp1.5 triliun pada sejumlah Bank. PT Nyonya Meneer yang berlokasi di Semarang, Indonesia juga tidak berhasil melunasi utang kepada kreditur dengan total utang sejumlah Rp267 miliar (Ningrum, 2018). Kasus serupa juga terjadi pada perusahaan-perusahaan seperti PT Metro Batavia (Stephanny, 2013), PT Bumi Resources Tbk yang pailit maupun terancam gagal dalam pembayaran utang (Melani, 2014).

Berdasarkan penelitian Ahmed (2019) ditemukan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh ukuran dewan secara signifikan dan negatif. Sedangkan penelitian Hussainey & Aljifri (2012) tidak membuktikan keberadaan relasi signifikan antara ukuran dewan dan struktur modal. Karmozdi & Karmozdi (2013) meneliti dan berhasil menemukan adanya hubungan signifikan dan positif antara dualitas CEO dan struktur modal. Namun penelitian oleh Kajanathan (2012) tidak berhasil membuktikan relasi signifikan antara dualitas CEO dan struktur modal. Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa struktur modal sangat berperan penting terhadap kelangsungan usaha sehingga artikel yang berjudul “Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” dibuat untuk menganalisis lebih mendalam mengenai struktur modal. Tujuan dari penelitian ini adalah:

- a. Menganalisis relasi antara ukuran dewan dan struktur modal.
- b. Menganalisis relasi antara dualitas CEO struktur modal.
- c. Menganalisis relasi antara kepemilikan manajerial dan struktur modal.
- d. Menganalisis relasi antara komposisi dewan dan struktur modal.
- e. Menganalisis relasi antara CEO *tenure* dan struktur modal.
- f. Menganalisis relasi antara profitabilitas dan struktur modal.
- g. Menganalisis relasi antara ukuran perusahaan dan struktur modal.

2. Kajian Pustaka

Sebuah teori menyatakan struktur modal sebagai gabungan utang dan modal yang mampu berkontribusi dalam meningkatkan nilai perusahaan (Modigliani & Miller, 1958). Teori tersebut kemudian dilanjutkan dengan munculnya teori-teori lainnya seperti teori *trade off* dan *pecking order*. Teori *trade off* yang dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976) menjelaskan bahwa setiap keputusan struktur modal yang diambil harus dipertimbangkan keseimbangannya dari segi manfaat yang diterima dan biaya yang dikeluarkan. Teori *pecking order* menerangkan bahwa perusahaan memilih pendanaan melalui laba ditahan sebagai opsi pertama yang kemudian dilanjutkan dengan pendanaan melalui utang dan terakhir yaitu pendanaan melalui penerbitan saham (Myers & Majluf, 1984).

Struktur modal di tujuh negara Asia Pasifik dengan menggunakan variabel independen berupa dualitas CEO, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, independensi dewan dan ukuran dewan diteliti Chow et al. (2018.) Naseem et al., 2017 membuat penelitian dengan topik struktur modal yang didukung dengan variabel independen berupa kepemilikan manajerial dan ukuran dewan serta tingkat pengembalian aset, likuiditas dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Faktor-faktor yang berdampak pada struktur modal juga menjadi topik penelitian oleh Vuran et al. (2017) dengan *non-debt tax shield*, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, peluang pertumbuhan, profitabilitas dan tangibilitas sebagai variabel independen.

Struktur modal sebagai variabel dependen yang disertai dengan variabel-variabel independen seperti direktur wanita, latar belakang pendidikan direktur, kepemilikan manajerial, struktur kepemimpinan, *director tenure* dan kehadiran rapat direksi telah diteliti oleh Razali & Kassim (2019) di Malaysia. Pengaruh *parent SOE ownership*, *largest ownership* dan *state ownership* pada struktur modal dijadikan sebagai topik penelitian oleh Huang et al. (2018) di China. Penelitian yang menganalisis tentang struktur modal di Turki telah dilakukan oleh Cevheroglu-Acar (2018) dengan melibatkan ukuran perusahaan, pertumbuhan, likuiditas, *non-debt tax shields*, volatilitas dan tangibilitas selaku variabel independen.

Pembahasan dampak tata kelola perusahaan pada struktur modal di dalam penelitian (Razali & Kassim, 2019) telah memasukkan ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, struktur aset, ukuran dewan dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen. Esparza et al., 2018 menyelesaikan penelitian yang menganalisis tentang struktur modal dengan melibatkan ukuran dewan, dualitas CEO, independensi dewan dan jenis kelamin dewan sebagai variabel independen. Penelitian yang diselesaikan oleh Alnori & Shaddady (2019) mengenai struktur modal di bidang ekspor minyak telah melibatkan ukuran dewan sebagai variabel independen serta tangibilitas, volatilitas, peluang pertumbuhan, *non-debt tax shield* dan ukuran perusahaan selaku variabel kontrol.

Penelitian yang dilakukan di Nepal oleh Bajagai et al. (2019) mengenai struktur modal dengan memasukkan komposisi dewan, rapat dewan, dualitas CEO, ukuran dewan, dewan wanita, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, umur perusahaan, ukuran perusahaan dan profitabilitas sebagai variabel independen. Kiraci & Aydin (2018) meneliti struktur modal dengan menggunakan data keuangan dari periode 2004 sampai dengan 2015 pada 31 perusahaan penerbangan. Penelitian memasukkan peluang pertumbuhan, profitabilitas, risiko perusahaan, *non-loan tax shield* dan ukuran perusahaan sebagai variabel independen. Sanil et al. (2018) menyelesaikan penelitian dengan topik struktur modal di Malaysia dengan menggunakan data keuangan 130 perusahaan dari periode 2006 sampai dengan 2015. Tangibilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, risiko, profitabilitas, *non-tax debt shield* dan peluang pertumbuhan dilibatkan selaku variabel independen.

Penelitian yang dilakukan oleh Briones & Chang (2017) menganalisis struktur modal dengan melibatkan pertumbuhan, tangibilitas, ukuran perusahaan dan profitabilitas sebagai variabel independen. Abdulla (2017) melaksanakan penelitian tentang struktur modal di Arab dengan menggunakan tangibilitas, profitabilitas, peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan dan likuiditas sebagai variabel independen. Al-Momani & Obeidat (2017) mengadakan penelitian mengenai struktur modal dengan memasukkan variabel independen berupa likuiditas, tangibilitas, profitabilitas, peluang pertumbuhan, volatilitas, *non-debt tax shield* dan ukuran perusahaan.

Penelitian oleh Mohohlo & Hall (2018) menganalisis struktur modal dengan memasukkan likuiditas, perpajakan, tangibilitas, pertumbuhan, ukuran perusahaan dan profitabilitas selaku variabel independen. Pengaruh inflasi, profitabilitas, tangibilitas, depresiasi dan ukuran perusahaan pada struktur modal dijadikan sebagai topik penelitian oleh M'ng et al. (2017). Al-Hunnayan (2020) mengadakan penelitian yang menganalisis struktur modal dengan memasukkan *financial market development*, likuiditas, pertumbuhan, profitabilitas dan tangibilitas sebagai variabel independen. Penelitian dengan topik sejenis oleh beberapa peneliti sebelumnya (Ahmed, 2019; Shahzad et al., 2017; Kulathunga et al., 2017; Siromi & Chandrapala, 2017; Hussein et al., 2019; Aregawi et al., 2018).

3. Metode Penelitian

Penulisan studi yang bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal tidak dapat terlepas dari tahap metodologi penelitian. Penulisan artikel ini menerapkan metodologi penelitian yang dikenal sebagai *meta analysis*. *Meta analysis* merupakan metode yang dimulai dari pengumpulan berbagai penelitian dari berbagai sumber yang kemudian dirangkum dan dianalisis hasil dari setiap penelitian tersebut secara kuantitatif (Jaworski & Czerwonka, 2019). Metode ini mampu menggambarkan informasi secara jelas dari setiap penelitian yang terdiri dari judul penelitian, tahun, penulis, variabel beserta rumusnya, hasil penelitian beserta argumentasi yang berupa hubungan antar variabel, limitasi dan rekomendasi. Variabel-variabel yang diteliti dapat dirumuskan sebagai berikut.

Tabel 1 Variabel dan Rumus Model *Framework*

No	Variabel	Rumus	Sumber
1	Struktur Modal	Total utang/(total aset)	(Siromi & Chandrapala, 2017)
2	Ukuran Dewan	Jumlah Dewan Direksi	(Siromi & Chandrapala, 2017)
3	Dualitas CEO	1 Bila Direktur Menjabat Sebagai Komisaris	(Ahmed, 2019)
4	Komposisi Dewan	(Direktur Independen/Total Direktur) x 100	(Njuguna & Obwogi, 2015)
5	<i>CEO Tenure</i>	Masa Jabatan CEO (Dalam Kurun Tahun)	(Purag et al., 2016)
6	Kepemilikan Manajerial	(Jumlah Saham Dimiliki Anggota Dewan Direksi/Jumlah Semua Saham) x 100	(Hussein et al., 2019)
7	Ukuran Perusahaan	Logaritma (Jumlah Aset)	(Siromi & Chandrapala, 2017)
8	<i>Return on Assets</i>	Laba Sebelum Bunga dan Pajak/Total Aset	(Shafana, 2016)

Sumber: Metode Penelitian, 2022

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Ukuran Dewan

Pengaruh ukuran dewan terhadap struktur modal diteliti oleh Alabdullah et al. (2018) serta Purag et al. (2016) yang menggunakan rasio utang jangka panjang sebagai proksi struktur modal, menemukan hasil yang sama yaitu struktur modal dipengaruhi secara signifikan negatif oleh ukuran dewan. Argumentasi yang mendukung penemuan ini adalah dewan direksi yang semakin besar akan cenderung menekan penggunaan utang yang lebih rendah untuk menghindari risiko pinjaman. Sedangkan penelitian oleh Naseem et al. (2017), Ahmadpour et al. (2012), Njuguna & Obwogi (2015), Purag et al. (2016) yang mengukur struktur modal dengan membandingkan total utang dengan utang jangka pendek menemukan hasil yang berbeda yaitu signifikan positif. Penemuan ini dikarenakan jumlah dewan direksi yang besar mampu memantau manajemen untuk menerapkan penggunaan utang yang tinggi dalam meningkatkan nilai perusahaan.

4.2 Dualitas CEO

Dualitas CEO yaitu ketika seseorang berposisi sebagai direktur dan sekaligus merangkap sebagai komisaris (Ehikioya et al., 2021). Septiana et al. (2014) menyebut bahwa UUPT Indonesia menjelaskan direksi berperan dalam mengelola kegiatan operasional perusahaan sedangkan komisaris melakukan pemantauan terhadap direksi sehingga dualitas CEO tidak diterapkan di Indonesia. Pengaruh dualitas CEO terhadap struktur modal dan menemukan hasil yang sama yaitu struktur modal dipengaruhi secara signifikan positif oleh dualitas CEO (Ahmed, 2019; Ehikioya et al., 2021; Ahmadpour et al., 2012). Argumentasi yang mendukung penemuan ini adalah keberadaan seseorang sebagai direktur utama dan ketua dewan meningkatkan struktur modal perusahaan di pasar modal di antara direktur eksekutif atau non-eksekutif. Penelitian lain oleh Njuguna & Obwogi (2015) menemukan hasil yang berbeda dari penelitian di atas, peneliti membuktikan terdapat relasi negatif dan signifikan antara dualitas CEO dengan struktur modal. Hal ini dikarenakan dualitas CEO berpeluang sangat minimal jika CEO memiliki sikap menghindari risiko, berbeda jika perusahaan dipimpin oleh orang yang berbeda karena memiliki sikap risiko yang beda. Sehingga tingkat penggunaan utang akan lebih tinggi (Njuguna & Obwogi, 2015).

4.3 Komposisi Dewan

Ada hubungan antara komposisi dewan dengan struktur modal (Bajagai et al., 2019; Ahmed, 2019; Siromi & Chandrapala, 2017; Somathilake & Kumara, 2015). Penelitian menemukan bahwa struktur modal dipengaruhi signifikan dan positif oleh komposisi dewan,

semakin besar komposisi dewan, maka akan mempermudah dalam mendapatkan pinjaman sehingga penggunaan utang yang lebih besar (Ahmed, 2019). Esparza et al. (2018) yang meneliti relasi antara komposisi dewan dengan struktur modal serta yang menggunakan proksi rasio total utang serta rasio utang jangka panjang membuktikan terdapat relasi signifikan dan negatif (Purag et al., 2016).

4.4 Kepemilikan Manajerial

Terdapat hubungan antara kepemilikan manajerial dengan struktur modal (Thakolwiroj & Sithipolvanichgul, 2021; Ahmed, 2019). Penelitian menemukan bahwa struktur modal dipengaruhi signifikan positif oleh kepemilikan manajerial. Penemuan ini dikarenakan manajer tidak dapat mempertahankan penggunaan utang yang rendah demi kepentingan sendiri. Dalam beberapa penelitian juga telah ditemukan hasil yang berbeda yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal (Margana & Wiagustini, 2019; Hayat et al., 2018; Khafid et al., 2020).

4.5 CEO Tenure

Relasi antara CEO *tenure* dengan struktur modal dengan tiga cara pengukuran struktur modal diteliti oleh (Purag et al., 2016). Penelitian ini membuktikan terdapat relasi negatif antara CEO *tenure* dengan struktur modal yang diproksi dengan rasio total utang serta rasio utang jangka pendek namun hubungan tersebut tidak signifikan. Sedangkan struktur modal yang diproksi dengan rasio utang jangka panjang berhasil ditemukan adanya hubungan signifikan positif. Hal ini dikarenakan CEO yang sudah mapan akan mengadopsi kebijakan utang yang lebih kecil dengan tujuan menurunkan tekanan performa terkait dengan utang yang tinggi. Perusahaan dengan utang yang tinggi harus berkinerja baik agar dapat memenuhi komitmen utang. CEO memainkan peran penting dalam menentukan struktur modal karena CEO memiliki pemahaman yang baik tentang posisi perusahaan.

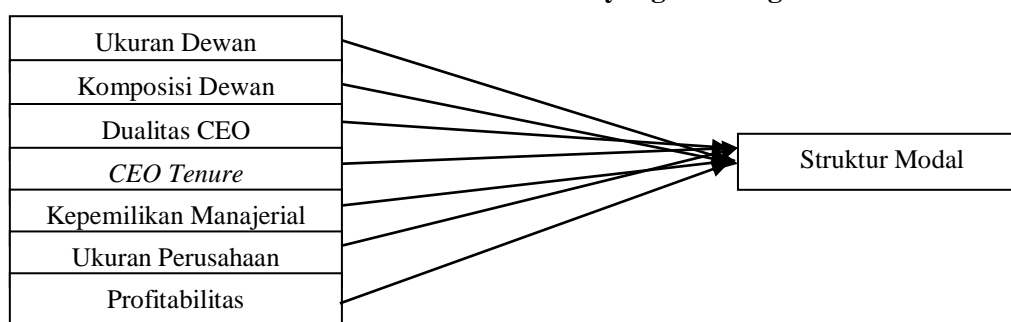
4.6 Profitabilitas

Hasil penelitian tentang hubungan antara profitabilitas dengan struktur modal disimpulkan bahwa struktur modal dipengaruhi secara signifikan negatif oleh profitabilitas (Goh et al., 2018; Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2018; Siromi & Chandrapala, 2017; Purag et al., 2016). Penemuan ini didukung dengan argumentasi bahwa perusahaan yang berkeuntungan besar memiliki sumber pendanaan internal yang banyak sehingga tidak membutuhkan pinjaman. Sedangkan penelitian lain menemukan hasil yang berbeda, penelitian tersebut membuktikan terdapat relasi positif dan signifikan antara profitabilitas dengan struktur modal (Hussain & Miras, 2015; Shafana, 2016).

4.7 Ukuran Perusahaan

Beberapa hasil penelitian menyimpulkan bahwa struktur modal dipengaruhi secara signifikan positif oleh ukuran perusahaan (Purag et al., 2016; Al-Ani & Al-Amri, 2015; Hussain & Miras, 2015; Karmozdi & Karmozdi, 2013; Aregawi et al., 2018; Qadir et al., 2015; Yusuf et al., 2013). Penemuan ini didukung dengan argumen bahwa ukuran perusahaan yang besar lebih mudah memperoleh kepercayaan dari peminjam (Purag et al., 2016). Selain dari itu, perusahaan besar dapat mengatur pembiayaan utang karena hubungan jangka panjang dan penawaran agunan yang lebih baik (Qadir et al., 2015). Yusuf et al. (2013) menyatakan bahwa perusahaan yang semakin besar akan butuh pendanaan yang lebih besar untuk mendukung operasional sehingga memilih pendanaan secara eksternal. Penelitian lainnya menemukan hasil yang berbeda yaitu signifikan negatif (Ahmed, 2019; Shafana, 2016).

Berdasarkan data yang dikumpulkan melalui *meta analysis*, telah ditemukan banyak variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal. Ukuran dewan, komposisi dewan, dualitas CEO, CEO *tenure*, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan profitabilitas merupakan variabel yang paling banyak digunakan dan ditemukan signifikan dalam penelitian mengenai struktur modal. Oleh karena itu, model *framework* baru yang dibentuk adalah sebagai berikut.

Gambar 1 Model *Framework* Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal

Sumber: Kajian Literatur

5. Kesimpulan

Model *framework* yang dihasilkan bersumber dari rangkuman dan analisis hasil berbagai penelitian. Penyusunan artikel ini masih mempunyai kekurangan yang harus disempurnakan. Kekurangan tersebut yaitu proses penyusunan artikel tidak dimulai dari pengumpulan data mentah dan pengujian data oleh peneliti sendiri melainkan hanya merangkum hasil dari berbagai penelitian sebelumnya. Selain itu, ruang lingkup juga terlalu luas yang berupa hasil penelitian dari banyak negara berbeda serta terdapat penyimpangan atau perbedaan seperti sampel dan metode yang berbeda. Unsur bias dalam pemilihan data juga tidak dapat terlepas dari penyusunan artikel ini. Saran atau rekomendasi atas penyusunan artikel ini yaitu secara lengkap mengikuti langkah pengumpulan data mentah melalui situs resmi seperti IDX dan lain-lain oleh peneliti hingga melakukan pengujian terhadap data tersebut sehingga hasil yang didapatkan lebih akurat dan terpercaya.

Daftar Pustaka

- Abdulla, Y. (2017). Capital Structure in a Tax-Free Economy: Evidence from UAE. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 102-116.
- Ahmadpour, A., Samimi, A. J., & Golmohammadi, H. (2012). Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Middle East Journal of Scientific Research*, 11(4), 531-535.
- Ahmed, I. A. (2019). Capital Structure, Ownership Structure and Corporate Governance of SMEs in Ghana. *Journal of Accounting, Business and Management*, 26(1), 45-52.
- Al-Hunnayan, S. H. (2020). The Capital Structure Decisions of Islamic Banks in The GCC. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(3), 745-764.
- Al-Momani, M. A., & Obeidat, M. I. (2017). Towards More Understanding of the Financial Leverage Controversy: The Evidence of the Industrial Firms at Amman Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 189-198.
- Al-Ani, M. K., & Al-Amri, M. S. (2015). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Omani Listed Industrial Companies. *Business: Theory and Practice*, 16(2), 159-167.
- Alabdullah, T. T. Y., Laadjal, A., Ahmed, E. R., & Al-Asadi, Y. A. A. (2018). Board Features and Capital Structure in Emerging Markets. *Journal of Advanced Management Science*, 6(2), 74-80.
- Alnori, F. S., & Shaddady, A. M. (2019). Corporate Debt Choice and Board Size: The Case of Oil Exporting Economy. *Journal of Applied Finance & Banking*, 9(5), 107-123.
- Aregawi, H. T., Patnaik, B. C. M., & Satpathy, I. (2018). Determinants of Leverage and Its Impact on Firm Performance-Ethiopian Insurance Industry. *International Journal of*

- Mechanical Engineering and Technology (IJMET)*, 9(13), 890-905.
- Bajagai, R. K., Keshari, R. K., Bhetwal, P., Sah, R. S., & Jha, R. N. (2019). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Nepalese Listed Companies. In *Business Governance and Society*, 399-419. Palgrave Macmillan.
- Briones, O., & Chang, M. (2017). A Combined Assessment of Capital Structure Determinants in a Developing Economy. *International Research Journal of Finance and Economics*, 162, 75-87.
- Cevheroglu-Acar, M. G. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Management and Sustainability*, 8(1), 31-45.
- Chow, Y. P., Muhammad, J., Bany-Arifin, A. N., & Cheng, F. F. (2018). Macroeconomic Uncertainty, Corporate Governance and Corporate Capital Structure. *International Journal of Managerial Finance*, 14(3), 301-321.
- Ehikioya, B. I., Omankhanlen, A. E., Omodero, C., & Isibor, A. A. (2021). Corporate Board and Capital Structure Dynamics in Nigerian Listed Firms. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(1), 1-13.
- Esparza, M. L. P., del Carmen Briano-Turrent, G., & García-Estrada, L. Á. (2018). The Board Composition as an Explanatory Factor of the Capital Structure of Mexican Listed Companies. *Journal of Accounting Research, Organization and Economics*, 1(1), 78-84.
- Goh, C. F., Tai, W. Y., Rasli, A., Tan, O. K., & Zakuan, N. (2018). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Companies. *International Journal of Supply Chain Management*, 7(3), 225-230.
- Hayat, M., Yu, Y., Wang, M., & Jebran, K. (2018). Impact of Managerial and Institutional Ownership on Capital Structure: A Comparison Between China & USA. *European Journal of Business and Management*, 10(24), 69-80.
- Huang, X., Kabir, R., & Zhang, L. (2018). Government Ownership and The Capital Structure of Firms: Analysis of An Institutional Context from China. *China Journal of Accounting Research*, 11(3), 171-185.
- Hussain, S. S., & Miras, H. (2015). The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food Producing Companies. *International Journal of Accounting & Business Management*, 3(1), 138-161.
- Hussainey, K., & Aljifri, K. (2012). Corporate Governance Mechanisms and Capital Structure in UAE. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), 145-160.
- Hussein, A. R., Sakr, A., & Barie, A. A. (2019). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Egyptian Listed Firms. *Open Access Library Journal*, 6(8), 1-15.
- Jaworski, J., & Czerwonka, L. (2019). Meta-Study on Relationship Between Macroeconomic and Institutional Environment and Internal Determinants of Enterprises' Capital Structure. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 32(1), 2614-2637.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360.
- Kajananthan, R. (2012). Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of the Srilankan Listed Manufacturing Companies. *Researchers World*, 3(4), 63-71.
- Karmozdi, M., & Karmozdi, H. (2013). The Effect of Board Size and Managing Director Duality on the Capital Structure of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *World Applied Sciences Journal*, 28(11), 1497-1501.
- Khafid, M., Prihatni, R., & Safitri, I. E. (2020). The Effects of Managerial Ownership, Institutional Ownership, and Profitability on Capital Structure: Firm Size as the Moderating Variable. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 493-501.
- Kiraci, K., & Aydin, N. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Traditional Airlines. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 21, 173-186.
- Kulathunga, K. M. K. N. S., Perera, L. A. S., & Anagipura, G. N. (2017). The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure: Evidence from Listed Companies in Hotel and Manufacturing Sectors in Sri Lanka. *Kelaniya Journal of Management*, 6(2), 33-51.
- M'ng, J. C. P., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent*

- Economics and Finance*, 5(1), 1-34.
- Melani, A. (2014). 5 Saham yang Harganya Jungkir Balik. Liputan 6. <https://www.liputan6.com/saham/read/2062334/5-saham-yang-harganya-jungkir-balik>
- 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.
- Mohohlo, M. T., & Hall, J. H. (2018). The Impact of Operating Leverage on the Capital Structure of Johannesburg Stock Exchange-Listed Firms Before and After the 2008 Global Financial Crisis. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 11(1), 1-10.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Naseem, M. A., Zhang, H., Malik, F., & Ramiz-Ur-Rehman. (2017). Capital Structure and Corporate Governance. *The Journal of Developing Areas*, 51(1), 33-47.
- Ningrum, D. A. (2018). 4 Perusahaan Besar Mendadak Bangkrut, Ini Penyebabnya. Merdeka.Com. <https://www.merdeka.com/uang/4-perusahaan-besar-mendadak-bangkrut-ini-penyebabnya.html>
- Njuguna, C. W., & Obwogi, T. N. (2015). Relationship Between Board Characteristics and Capital Structure Among Companies Listed in East Africa. *International Journal of Education and Research*, 3(10), 355-372.
- Purag, M. B., Abdullah, A. B., & Bujang, I. (2016). Corporate Governance and Capital Structure of Malaysian Family-Owned Companies. *Journal of Business and Retail Management Research*, 11(1), 18-30.
- Razali, N. E. L., & Kassim, A. A. M. (2019). Board Governance Characteristics, Ownership Structure and Capital Structure Decisions Among Islamic Banks in Malaysia: A Conceptual Model. *Journal of Business Management and Accounting*, 9(1), 73-88.
- Sanil, H. S., bin Noraidi, A. A. A., & Ramakrishnan, S. (2018). The Impact of Different Firm Sizes on Capital Structure Determinants Among Listed Consumer Product Firms in Malaysia. *Journal of Economic Info*, 5(2), 1-6.
- Septiana, E., Dalimunthe, Z., & Wasilah, W. (2020). Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Keluarga Terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Non Keuangan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2014. *Jurnal Manajemen dan Usahawan Indonesia*, 43(1), 12-20.
- Shafana, M. A. C. N. (2016). Board of Directors' Characteristics Impact on Capital Structure Decisions: Evidence from Top 50 Turnover Non-Financial Companies Listed on the Colombo Stock Exchange. *International Journal of Science and Research (IJSR)*, 5(10), 79-86.
- Shahzad, F., Nazir, M. R., & Amin, W. (2017). Does Ownership Structure Impact on Capital Structure?. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 4(6), 629-639.
- Siromi, B., & Chandrapala, P. (2017). The Effect of Corporate Governance on Firms' Capital Structure of Listed Companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(2), 19-33.
- Somathilake, H. M. D. N., & Kumara, K. G. A. U. (2015). The Effect of Corporate Governance Attributes on Capital Structure: An Empirical Evidence from Listed Manufacturing Companies in Colombo Stock Exchange. *International Research Symposium*, 22-29.
- Stephanny, H. R. (2013). *Batavia Air Pailit*. HukumOnline.Com. <https://www.hukumonline.com/berita/baca/lt5109da6249361/batavia-air-pailit>
- Thakolwiroj, C., & Sithipolvanichgul, J. (2021). Board Characteristics and Capital Structure: Evidence from Thai Listed Companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 861-872.
- Vijayakumar, S., & Vijayakumar, R. (2018). The Determinants of Capital Structure Decisions: Evidence from Chinese Listed Companies. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 63-81.
- Vuran, B., Taş, N., & Adiloğlu, B. (2017). Determining the Factors Affecting Capital Structure Decisions of Real Sector Companies Operating in ISE. *International Journal of Economics and Finance*, 9(8), 25-32.

Wangsawinangun, R. Z., & Darminto, N. N. (2014). Penetapan Struktur Modal yang Optimal Dalam Upaya Meningkatkan Nilai Perusahaan (Studi Pada PT Astra International, Tbk dan Anak Perusahaan Tahun 2008-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 9(2), 1-8.