

PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP DYNAMIC CAPITAL STRUCTURE: INDONESIA REAL ESTATE

Muhammad Farhan Aziz⁽¹⁾, Arief Wibisono Lubis⁽²⁾

⁽¹⁾ Universitas Indonesia ⁽²⁾ Universitas Indonesia

*email korespondensi: m.farhan12@ui.ac.id

Abstrak.

Capital structure merupakan strategi yang dilakukan oleh suatu perusahaan untuk dapat menyusun struktur permodalan dalam melakukan kegiatan usaha. Untuk dapat menciptakan pembiayaan yang optimal, *speed of adjustment* akan dilihat untuk melihat kondisi dari penyesuaian yang dilakukan oleh perusahaan. Penelitian ini memiliki tujuan untuk melihat pengaruh dari *corporate governance* yang dimiliki terhadap *speed of adjustment (SOA) capital structure*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan penarikan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan objek yang dimiliki yaitu Perusahaan Real Estat dan Properti di Bursa Efek Indonesia Periode 2015 – 2019. Penelitian ini menggunakan aplikasi *software* Eviews dan Stata untuk melakukan pengolahan data dengan metode regresi data panel. Berdasarkan kriteria dari pemilihan sampel tersebut, diperoleh 29 perusahaan dalam sektor real estat dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan real estat dan properti di Indonesia memiliki kecepatan penyesuaian struktur modal yang relatif kurang cepat dengan beberapa faktor lainnya yang dapat mempengaruhi. *Managerial ownership* memiliki hubungan positif dan pengaruh signifikan terhadap *speed of adjustment capital structure*. Untuk *board size*, *board independence*, dan *women proportion* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *speed of adjustment capital structure*. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi implikasi untuk pengembangan ilmu pengetahuan khususnya di bidang keuangan dan struktur modal, serta dapat membantu perusahaan dalam membentuk keputusan pembiayaan dan investor dalam melihat prospek ke depan perusahaan secara efektif.

Kata kunci: *Capital Structure, Speed of Adjustment, Corporate Governance, Leverage, Board Size, Managerial Ownership*

Abstract.

Capital structure is a strategy carried out by a company to be able to compile a capital structure in carrying out business activities. To be able to create optimal financing, the speed of adjustment will be seen to see the conditions of the adjustments made by the company. This study aims to see the influence of corporate governance on the speed of adjustment (SOA) of capital structure. This study uses a quantitative approach by sampling using purposive sampling with objects owned, namely Real Estate and Property Companies on the Indonesia Stock Exchange for the 2015 – 2019 Period. This study used the software applications Eviews and Stata to process data using the panel data regression method. Based on the criteria from the selection of the sample, 29 companies in the real estate and property sector were obtained listed on the Indonesia Stock Exchange. The results of this study show that real estate and property companies in Indonesia have a relatively less fast pace of capital structure adjustment with several other factors that can influence. Managerial ownership has a positive relationship and a significant influence on the speed of adjustment of capital structure. Board size, board independence, and women proportion do not have a significant effect on the speed of adjustment of capital structure. This research is expected to be an implication for the development of science, especially in the field of finance and capital structure, and can help companies in forming financing decisions and investors in seeing the company's prospects effectively.

Keywords: *Capital Structure, Speed of Adjustment, Corporate Governance, Leverage, Board Size, Managerial Ownership*

PENDAHULUAN

Persaingan bisnis yang terdapat di Indonesia setiap tahunnya mendapatkan

peningkatan yang cukup ketat. Berdasarkan laporan dari Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2021 sudah terdapat 54 perusahaan yang menawarkan saham

mereka kepada masyarakat dengan melakukan *initial public offering* (IPO). Hal ini tentunya akan membuat tekanan persaingan menjadi lebih ketat dengan semakin banyaknya perusahaan yang menawarkan saham mereka ke publik. Kinerja keuangan yang dihasilkan oleh perusahaan merupakan suatu hal yang sangat penting untuk manajemen dalam perusahaan dikarenakan hal tersebut merupakan jantung dari kegiatan perusahaan untuk bisa meraih tujuan yang mereka inginkan dan tentunya juga merupakan hal yang penting untuk investor agar mereka bisa memperhatikan bagaimana perkembangan dari suatu perusahaan tersebut. Kegiatan perusahaan dalam mengelola keuangannya juga dapat disebut sebagai *corporate finance* yang merupakan suatu kegiatan dalam mengatur keuangan perusahaan tentang bagaimana keputusan pembiayaan oleh perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai-nilai yang dimiliki perusahaan (Zhou et al., 2021). Salah satu fokus yang terdapat di *corporate finance* dan akuntansi perusahaan merupakan *capital structure* yang merupakan area kritis yang mempengaruhi tingkat operasi perusahaan secara keseluruhan (Abor & Biekpe, 2007). *Capital structure* merupakan suatu kegiatan yang dilakukan oleh perusahaan yang dapat memiliki dampak signifikan pada nilai perusahaan dan biaya modalnya, dalam hal ini perusahaan dapat menerbitkan beberapa obligasi dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali beberapa saham sehingga akan meningkatkan rasio utang-ekuitas (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2019).

Penyusunan modal yang dilakukan oleh suatu perusahaan tentu dapat terjadi karena ada beberapa faktor yang memang dapat mempengaruhi penggunaannya. Faktor-faktor yang dapat mempengaruhi antara lain menurut Haque et al. (2011) yang menjelaskan dalam penelitiannya bahwa *corporate governance* dapat

mempengaruhi *capital structure* dan berperan penting dalam keputusan pembiayaan perusahaan. Dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan faktor *corporate governance* untuk melihat pengaruhnya terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* yang dilakukan oleh suatu perusahaan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Nguyen et al. 2021 *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* dapat diukur dengan menggunakan *total debt proxy* dibagi dengan *total market equity* dan *debt* Perusahaan yang melakukan *capital structure* dalam kegiatannya tentunya memperhatikan berbagai faktor dalam menyusunnya. Salah satu peristiwa makro di Indonesia, seperti inflasi dan pertumbuhan tahunan produk domestik bruto, tentu dapat mendorong penyesuaian atau kenaikan suku bunga. Hal ini dapat menyebabkan perusahaan mengevaluasi atau menyesuaikan kembali struktur permodalannya sehingga penggunaannya dapat dimaksimalkan dan sejalan dengan total ekuitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan dengan beberapa faktor makro yang terjadi.

Dalam keberlangsungan jangka panjang perusahaan dan untuk meningkatkan kinerja suatu perusahaan, penerapan *corporate governance* dalam sebuah perusahaan sangat penting sebagai salah satu proses untuk menjaga kesinambungan usaha perusahaan dalam jangka panjang yang mengutamakan kepentingan para pemegang saham dan pemangku kepentingan (Murniati & Hidayat, 2021). Praktik *corporate governance* di Indonesia, dari hasil survei yang dilakukan oleh *Asian Corporate Governance Association* (ACGA) pada tahun 2020, jika dibandingkan dengan Australia dan negara-negara Asia lainnya, Indonesia masih menempati peringkat terendah dari total 12 negara yang mengikuti survei tersebut. Peringkat

pertama hingga kesebelas ditempati oleh Australia, Hong Kong, Singapura, Taiwan, Malaysia, Jepang, India, Thailand, Korea, China, dan Filipina (ACGA, 2020). Salah satu model teoritis yang memiliki kontinuitas dengan struktur permodalan adalah teori keagenan dan model ini muncul dari adanya konflik kepentingan yang dapat diminimalisir jika perusahaan memiliki tata kelola perusahaan yang kuat. Porta et al. 1997 dalam Nguyen et al. 2021 menyatakan bahwa teori keagenan menyiratkan bahwa *corporate governance* yang kuat dan hak pemegang saham dan kreditor yang lebih baik memberikan lebih banyak peluang bagi perusahaan untuk mendapatkan pembiayaan eksternal.

Adanya masalah kepentingan yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham merupakan salah satu masalah umum dalam sebuah perusahaan yang dikenal dengan istilah masalah keagenan, dan hal ini bisa terjadi karena penerapan *corporate governance* suatu perusahaan tidak baik. Permasalahan yang terdapat dalam diskusi mendorong peneliti dalam hal ini untuk melakukan penelitian dengan melihat pengaruh *corporate governance* terhadap *dynamic capital structure* (studi terhadap Perusahaan Real Estat dan Properti di Bursa Efek Indonesia 2015 - 2019)". Dalam penelitian ini, *corporate governance* akan diukur dengan empat variabel yang meliputi *board size*, *board independence*, *women proportion*, dan *managerial ownership*. Penelitian ini bertujuan untuk dapat menganalisis pengaruh *board size*, *board independence*, *women proportion*, dan *managerial ownership* terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* pada perusahaan terbuka yang memiliki sektor di real estat dan properti. Menurut Supra et al. (2016) dalam Nguyen et al. 2021 menunjukkan bahwa karena struktur kelembagaan dan pengaturan organisasi, *speed of adjustment* (SOA) *capital*

structure perusahaan di pasar negara berkembang berbeda. Selain itu, Nguyen et al. (2015) dalam Nguyen et al. 2021 juga menunjukkan bahwa karena sistem hukum, supremasi hukum, dan perlindungan investor yang berbeda, tata kelola perusahaan lebih penting di negara berkembang daripada di negara maju. Hal ini tentu membuat peneliti melakukan penelitian menggunakan sampel dari salah satu negara berkembang, yaitu Indonesia untuk dapat melihat kondisi dan pengaruh *corporate governance* yang dimiliki oleh perusahaan real estat dan properti di Indonesia terhadap kecepatan penyesuaian dalam membentuk *leverage* yang optimal. Perusahaan real estat yang merupakan salah satu sektor yang sedang berkembang di Indonesia dipilih untuk menjadi sampel penelitian karena industri ini memiliki kebutuhan yang sangat besar dalam struktur pembiayaannya. Tren positif pertumbuhan sektor real estat dan properti di Indonesia tentunya juga dapat mendukung program Program Perumahan Terjangkau Nasional yang diselenggarakan oleh Indonesia. Tujuan pengembangan dari program ini adalah untuk meningkatkan akses ke perumahan yang terjangkau bagi rumah tangga berpenghasilan rendah (worldbank.org, 2017). Memiliki *speed of adjustment* yang baik dan mencapai level yang optimal merupakan hal penting yang bisa dimiliki oleh industri real estat dan properti untuk dapat menciptakan pembiayaan yang optimal agar pertumbuhannya dapat tercapai dengan baik.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Corporate Governance

Corporate governance memiliki tujuan untuk mendukung pengembangan lingkungan kepercayaan, transparansi, dan akuntabilitas yang diperlukan untuk mempromosikan investasi jangka panjang,

stabilitas keuangan, dan integritas bisnis untuk mendukung pertumbuhan yang lebih kuat dan masyarakat yang lebih inklusif (G20/OECD, 2015). Uwuigbe, 2014 menjelaskan dalam Feng et al. (2020) bahwa *corporate governance* adalah mekanisme untuk memaksimalkan nilai pemegang saham melalui manajemen organisasi yang selalu dapat dikaitkan dengan masalah keagenan. Hubungan keagenan adalah hubungan antara prinsipal, yaitu pihak yang memiliki modal dan agen, yaitu pihak yang dikontrak untuk mengelola perusahaan dan bertindak sebagai pengambil keputusan atau dalam hal ini adalah pihak yang bertindak dalam manajemen (Jensen & Meckling, 1976). Adanya *Corporate governance* yang baik dalam suatu organisasi diharapkan dapat membuat hubungan keagenan suatu organisasi berjalan lancar tanpa adanya konflik. Menurut La Porta et al. (2000) dalam Javaid et al. (2021) menjelaskan bahwa *corporate governance* adalah mekanisme yang dirancang untuk melindungi investor luar dari pengendalian manajemen internal yang selanjutnya bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan. Dari beberapa definisi terkait tata kelola perusahaan yang telah dijelaskan sebelumnya, peneliti dapat menyimpulkan bahwa tata kelola perusahaan merupakan salah satu bentuk sistem kerja yang dapat membantu organisasi dalam membangun lingkungan yang baik dan bersih dalam meraih objektif perusahaan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham suatu perusahaan.

Board Size

Board size merupakan salah satu elemen penting dari penerapan tata kelola yang baik dalam suatu perusahaan. Board size adalah fitur yang biasa diselidiki dan mengarah pada mekanisme tata kelola perusahaan yang lebih kuat (Grabinska et al., 2021). Abor & Biekpe, (2007) menyatakan bahwa ketika board size besar

bahwa efisiensi pengambilan keputusan dewan dapat menurun yang dapat menyulitkan anggota dewan untuk mencapai konsensus dalam proses pengambilan keputusan. Feng et al. (2020) menjelaskan mengenai board size bahwa terdapat masalah keagenan yang lebih serius yang disebabkan oleh kontrol dan kepemilikan perusahaan dan berdasarkan teori keagenan berarti terdapat lebih banyak modal utang diperlukan untuk mengurangi masalah keagenan. *Board size* ini akan menjadi salah satu faktor yang membuat sebuah organisasi dapat menjalankan aktivitasnya efektif dan efisien atau tidak. Hasil dari penelitian Nguyen et al. (2021) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari *board size* yang dimiliki terhadap SOA *capital structure* suatu perusahaan. Sementara itu, hasil dari Buvanendra et al. (2017) dalam Nguyen et al. (2021) tidak menemukan korelasi antara *board size* dan SOA di Sri Lanka dan India. Mengingat diskusi di atas, kami mengusulkan pengujian:

Hipotesis 1. *Board size* berpengaruh positif terhadap *speed of adjustment (SOA) capital structure* perusahaan real estat dan properti yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019

Board Independence

Board independence merupakan elemen dari struktur organisasi yang terisi dari suatu direktur yang tidak memiliki hubungan dengan manajemen internal perusahaan dan direktur seperti ini dapat mengurangi biaya agensi antara manajer dan pemegang saham (Fama dan Jensen, 1983) dalam Nguyen et al. (2021). Feng et al. (2020) menjelaskan bahwa *board independence* dapat membantu perusahaan mendapatkan pengakuan dan kepercayaan dari investor luar sehingga dapat mengurangi ketidakpastian perusahaan dan meningkatkan kemampuan pembiayaan perusahaan. Dari hasil penelitian Nguyen et

al. (2021) menyatakan bahwa *board independence* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kecepatan penyesuaian *capital structure* suatu perusahaan. Mengingat diskusi di atas diskusi, kami mengusulkan pengujian:

Hipotesis 2. *Board independence* berpengaruh positif terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* pada perusahaan real estat dan properti yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019

Women Proportion

Proporsi wanita dalam suatu organisasi tentunya untuk bisa menciptakan *gender diversity* agar dapat menciptakan *governance* yang baik. *Gender diversity* merupakan suatu sistem dimana terdapat diversifikasi jenis kelamin dalam jajaran manajemen atau dewan. Nguyen et al. (2021) menyatakan bahwa dewan yang beragam gender dapat memanfaatkan pengetahuan, pengalaman, jaringan, dan keterampilan pemantauan direktur wanita dikarenakan terdapat penelitian yang menyatakan bahwa mereka lebih efisien dan lebih sedikit mengalami asimetri informasi. Strøm et al. (2014) dalam Nguyen et al. (2021) yang sudah memeriksa 73 negara dari tahun 1998 hingga 2008, memberikan kesimpulan bahwa perusahaan dengan CEO atau direktur wanita memperoleh hasil yang lebih baik daripada perusahaan yang hanya memiliki dewan direksi semua pria. (Adusei & Obeng, (2019) menyatakan hasil bahwa keragaman *gender* tidak memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap pembiayaan secara optimal menggunakan leverage. Mengingat dia di atas diskusi, kami mengusulkan pengujian:

Hipotesis 3. *Women proportion* berpengaruh positif terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* perusahaan real estat dan properti yang

tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019

Managerial Ownership

Managerial ownership merupakan suatu kondisi ketika manajer atau pihak manajemen juga memiliki saham di suatu perusahaan dan mereka secara teori cenderung bekerja lebih keras dan lebih bertanggung jawab karena mereka bukan hanya manajer tetapi juga pemilik perusahaan (Nguyen et al., 2021). Abor & Biekpe, (2007) menyatakan bahwa tingkat kepemilikan orang dalam yang tinggi dikatakan menciptakan kondisi yang kondusif bagi penguatan manajerial dan perilaku membesarkan diri. Kondisi dari *managerial ownership* dapat mengurangi kemampuan pemilik luar untuk memantau dan mengendalikan perilaku kepemimpinan perusahaan yang dapat mengurangi nilai perusahaan (Abor & Biekpe, 2007). Randøy dan Goel (2003) dalam Abor & Biekpe, (2007) menemukan bahwa tingkat kepemilikan dewan dan orang dalam yang tinggi memiliki pengaruh positif pada kinerja perusahaan di perusahaan yang dipimpin oleh pendiri tetapi berpengaruh negatif terhadap kinerja di perusahaan yang bukan pendiri. *Managerial ownership* yang dilakukan penelitian oleh Nguyen et al. (2021) terhadap kecepatan penyesuaian *capital structure* menunjukkan pengaruh signifikan yang positif. Kepemilikan manajerial yang tinggi dapat mengurangi biaya agensi antara manajer dan pemegang saham karena kepentingan mereka. Sementara itu, Berger et al. (1997) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kecepatan penyesuaian *capital structure*. Mengingat dia di atas diskusi, kami mengusulkan pengujian:

Hipotesis 4. *Managerial ownership* berpengaruh positif terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* p perusahaan real estat dan properti yang

tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019

METODE PENELITIAN

Data dari studi tersebut diperoleh melalui Reuters dan laporan tahunan perusahaan. Penelitian ini menggunakan aplikasi *software* Eviews dan Stata untuk melakukan pengolahan data. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan real estat dan properti di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Terdapat 81 perusahaan dalam sektor real estat yang sudah melakukan *initial public offering* (IPO). Berdasarkan kriteria dari pemilihan sampel tersebut, diperoleh 29 perusahaan dalam sektor real estat dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memiliki data yang mendukung penelitian sesuai dengan kriteria yang sudah ditetapkan. Penelitian ini mengukur *corporate governance* dengan *board size*, *board independence*, *women proportion*, dan *managerial ownership*. *Capital structure* diukur dengan total utang/jumlah ekuitas pasar dan utang, yang digunakan sebagai *leverage perusahaan*. Variabel kontrol diukur berdasarkan *firm size*, *firm profitability*, *asset tangibility*, dan *growth*. Berdasarkan penggunaan dan penjelasan masing-masing variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini, tabel 1 menjelaskan lebih lanjut tentang pengukuran yang digunakan pada masing-masing variabel dalam penelitian ini sebagai berikut.

Tabel 1. Variabel Penelitian

Variabel Penelitian	Pengukuran
Dependen	
<i>Speed of Adjustment</i> (SOA)	Kecepatan dalam melakukan penyesuaian terhadap sumber

<i>Capital Structure</i>	pembiayaan yang tersedia untuk kebutuhan investasi perusahaan dengan pilihan antara utang dan pembiayaan ekuitas. (Total utang/Jumlah ekuitas pasar dan utang)
Independen	Jumlah total dewan direksi
<i>Board Size</i>	Jumlah komisaris independen/jumlah dewan komisaris
<i>Board Independence</i>	Persentase wanita di dewan direksi
<i>Percentage Women</i> (<i>Women Proportion</i>)	Kepemilikan saham manajemen/jumlah saham
<i>Managerial Ownership</i>	Logaritma natural dari total aset
Kontrol	EBIT/total aset
<i>Firm Size</i>	<i>Fixed asset/Total asset</i>
<i>Firm Profitability</i>	Tingkat pertumbuhan total aset
<i>Asset Tangibility</i>	Kecepatan dalam melakukan penyesuaian terhadap sumber pembiayaan yang tersedia untuk kebutuhan investasi perusahaan dengan pilihan antara utang dan pembiayaan ekuitas.

	(Total utang/Jumlah ekuitas pasar dan utang)
<i>Growth</i>	Jumlah total dewan direksi

Sumber: Data Olahan Peneliti

Pada penelitian ini, tahap pertama yang akan dilakukan peneliti adalah dengan melakukan analisis data menggunakan uji statistik deskriptif. Peneliti akan melakukan suatu analisis untuk melihat pengaruh dari *corporate governance* terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* pada perusahaan real estat dan properti yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Untuk melihat pengaruh yang akan terjadi antara variabel independen dan variabel dependen dalam penelitian ini, peneliti menggunakan teknik analisis data yaitu dengan analisis regresi data panel. Penyesuaian parsial yang dilakukan dilambangkan dengan simbol δ dan untuk *Speed of adjustment* yang akan didapatkan dari $(1 - \delta)$. Pada hal ini, angka 1 digunakan dalam menandakan bahwa apabila *leverage* optimal yang dimiliki oleh perusahaan memiliki persamaan dengan *leverage* perusahaan pada tahun yang diamati maka tidak terciptanya penyesuaian yang optimal terhadap *leverage* perusahaan dikarenakan tidak terjadinya suatu penyesuaian kembali untuk menciptakan *leverage* kedalam tahap optimal level. SOA yang memiliki penyesuaian secara optimal terhadap *leverage* yang dimiliki akan memiliki angka nilai 1 dan SOA yang tidak memiliki penyesuaian terhadap *leverage* yang dimiliki akan memiliki angka nilai 0, Kecepatan Penyesuaian dibawah 1 menunjukkan bahwa terdapat biaya penyesuaian dalam mendapatkan target *leverage*. Suatu perusahaan yang memiliki kecepatan penyesuaian yang cepat tentunya dapat membantu perusahaan dalam menciptakan *leverage* pada titik optimal dengan biaya penyesuaian yang lebih

rendah. Öztekin dan Flannery, (2012) dalam Nguyen et al. (2021)), menjelaskan bahwa variabel kontrol mengenai karakteristik perusahaan dapat mempengaruhi target *leverage* dan SOA sehingga peneliti pada penelitian ini merumuskan model sebagai berikut:

$$LEV_{i,t+1} = \alpha + d_1(GOV_{i,t} * LEV_{i,t}) + d_2(X_{i,t} * LEV_{i,t}) + (1 - d_0) LEV_{i,t} + \beta \delta X_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Keterangan :

LEV : *Leverage*

GOV: Empat dimensi *corporate governance* yang digunakan pada penelitian

$X_{i,t}$: Variabel Kontrol yang terdiri dari empat variabel karakteristik perusahaan

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

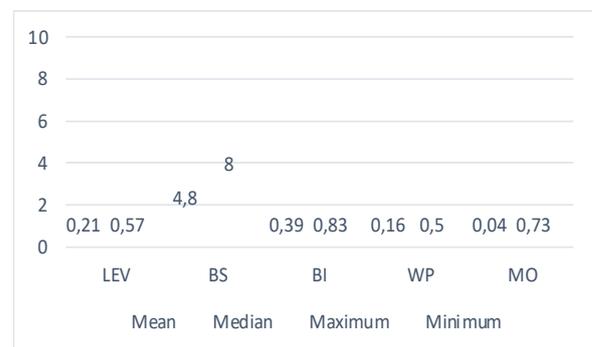
Penelitian ini menggunakan sampel data yang diperoleh dari periode 2015 hingga 2019. Untuk sampel penelitian, berdasarkan dari Batasan kriteria sampel yang sudah ditentukan oleh peneliti yaitu adalah perusahaan pada industri real estat dan properti dengan ketersediaan data terkait dengan variabel-variabel penelitian minimal lima tahun secara berturut-turut sesuai dengan periode yang sudah ditetapkan. Dari kriteria sampel yang dimiliki oleh penelitian ini yang menggunakan data dari 29 perusahaan pada industri real estat dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pada tabel 2 menjelaskan mengenai variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Speed of Adjustment* (SOA) *Capital Structure Leverage*. Sementara itu, pada variabel independen pada penelitian ini mencakup *board size*, *board independence*, *women proportion*, dan *managerial ownership*. Sedangkan, pada variabel kontrol pada penelitian ini mencakup *firm size*, *firm*

profitability, asset tangibility, dan growth. Untuk variabel terikat atau dependen pada penelitian ini yaitu *leverage capital structure*, pada keseluruhan data memiliki mean sebesar 0,2123, median sebesar 0,1948, maksimum sebesar 0,5714, minimum sebesar 0,0002, dan standar deviasi sebesar 0,1317. Untuk nilai maksimum tersebut dimiliki PT Plaza Indonesia Realty Tbk. (PLIN) pada tahun 2017. PT Plaza Indonesia Realty Tbk. memiliki tingkat utang yang cukup besar pada tahun 2017 dikarenakan terdapat kenaikan yang cukup banyak dari segi pinjaman bank pada tahun tersebut yang membuat leverage ratio perusahaan tersebut memiliki nilai tertinggi.

Hasil untuk variabel-variabel lainnya adalah sebagai berikut. Untuk variabel *board size* (BS), *mean* yang dimiliki yaitu sebesar 4,8551, median yaitu sebesar 4,00, maksimum yaitu sebesar 8,0000, minimum yaitu sebesar 2,0000, dan standar deviasi yaitu sebesar 1,6243. Pada *board size*, jumlah maksimum yang dimiliki oleh suatu perusahaan terdapat pada beberapa perusahaan yang memiliki 8 *board size* antara lain yaitu PT Bumi Serpong Damai Tbk. (BSDE), PT Lippo Karawaci Tbk. (LPKR) pada tahun 2015 dan 2016, PT Indonesia Prima Property Tbk. (OMRE) pada tahun 2018 dan 2019, PT Intiland Development Tbk. pada tahun (DILD) 2019, dan PT Summarecon Agung Tbk.

Untuk variabel *board independence* (BI), *mean* yang dimiliki yaitu sebesar 0,3920, median yaitu sebesar 0,3684, maksimum yaitu sebesar 0,8333, minimum yaitu sebesar 0,1667, dan standar deviasi yaitu sebesar 0,1079. Pada *board independence*, nilai maksimum yang dimiliki tersebut dimiliki oleh PT Lippo Karawaci Tbk (LPKR) pada tahun 2016. Sementara itu, untuk yang paling minimum dimiliki oleh PT Intiland Development Tbk (DILD) pada tahun 2017 dan 2018. Sementara itu, pada variabel *women proportion* (WP), *mean* yang dimiliki yaitu

sebesar 0,1630, median yaitu sebesar 0,1666, maksimum yaitu sebesar 0,500, minimum yaitu sebesar 0,000, dan standar deviasi yaitu sebesar 0,1647. Untuk *women proportion* terdapat beberapa perusahaan yang memiliki nilai maksimum pada 0,5 antara lain yaitu PT Bukit Darma Property Tbk (BKDP, 2016, dan 2017, PT Metro Realty Tbk (MTSM), PT Plaza Indonesia Realty Tbk (PLIN) pada tahun 2019, dan PT Suryamas Dutamakmur Tbk (SMDM) pada tahun 2019. Sedangkan untuk nilai minimum yaitu 0 atau tidak memiliki *women proportion* pada jajaran direksi, terdapat 16 perusahaan dengan periode yang berbeda-beda memiliki nilai pada titik minimum tersebut. Untuk variabel *managerial ownership, mean* yang dimiliki yaitu sebesar 0,0461, median yaitu sebesar 0,0001, maksimum yaitu sebesar 0,7399, minimum yaitu sebesar 0,000, dan standar deviasi yaitu sebesar 0,1383. Untuk nilai maksimum pada nilai 0,7399 tersebut dimiliki oleh PT Binakarya Jaya Abadi Tbk (BIKA) pada tahun 2015. Sedangkan untuk nilai minimum pada nilai 0, terdapat 15 perusahaan dengan periode yang berbeda-beda memiliki nilai pada titik minimum tersebut.



Gambar 1. Statistik Deskriptif

Sumber: Data Olahan Peneliti

Uji Chow

Pada penelitian ini, Uji Chow dilakukan sebanyak empat kali sesuai dengan jumlah variabel independen yang dimiliki dikarenakan setiap variabel dilakukan

regresi secara terpisah sesuai dengan persamaan yang dimiliki. Berdasarkan tabel 3, setiap pengujian variabel menunjukkan hasil Uji Chow pada penelitian ini yang menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000, Hal tersebut menunjukkan bahwa probabilitas lebih kecil dari 0,05 yang membuat H0 ditolak sehingga model estimasi untuk keempat variabel tersebut yang akan dipilih adalah metode *fixed effect*.

Uji Hausman

Uji Hausman dalam penelitian ini dilakukan sebanyak empat kali sesuai dengan jumlah variabel independen yang

dimiliki dikarenakan setiap variabel dilakukan regresi secara terpisah sesuai dengan persamaan yang dimiliki. Berdasarkan tabel, pengujian yang dilakukan pada setiap variabel menunjukkan hasil Uji Hausman pada penelitian ini yang menunjukkan nilai probabilitas yaitu sebesar 0,00000. Hal tersebut dapat menunjukkan nilai probabilitas dibawah dari 0,05 yang menyebabkan H0 ditolak dan H1 diterima sehingga model estimasi yang terbaik untuk digunakan oleh setiap variabel pada penelitian ini adalah *fixed effect*

Tabel 2. Statistik Deskriptif Keseluruhan Data

	LEV	BS	BI	WP	MO	FIRM_S IZE	FIRM_ PROF	ASSET _TA	GROWTH
Mean	0,2123	4,8551	0,3920	0,1630	0,0461	0,1008	0,0409	0,5746	0,1401
Median	0,1948	4,0000	0,3684	0,1666	0,0001	0,0610	0,0335	0,6298	0,0629
Maximum	0,5714	8,0000	0,8333	0,5000	0,7399	1,5186	0,3982	0,9693	3,5658
Minimum	0,0002	2,0000	0,1666	0,0000	0,0000	-0,3001	-0,2081	0,0016	-0,2593
Std. Dev.	0,1317	1,6243	0,1079	0,1647	0,1383	0,2143	0,0681	0,2883	0,3939
Skewness	0,4273	0,4593	1,2730	0,5105	3,8417	3,4595	1,0640	-0,5577	6,0476
Kurtosis	2,4679	2,4414	5,8189	2,1308	17,090	20,586	9,6001	2,2415	47,048
Jarque-Bera	6,1240	6,9841	87,178	10,864	1556,2	2157,8	290,55	10,994	12606,1
Probability	0,0467	0,0304	0,0000	0,0043	0,0000	0,0000	0,0000	0,0040	0,0000
Sum	30,788	704,00	56,851	23,635	6,6945	14,622	5,9316	83,326	20,320
Sum Sq. Dev	2,4976	379,95	1,6765	3,9097	2,7579	6,6139	0,6690	11,975	22,348

Sumber: Data olahan peneliti

Tabel 3. Hasil Uji Chow

Variabel	Prob > F	Keputusan
Board Size	0,000	H0 ditolak
Board Independence	0,000	H0 ditolak
Women Proportion	0,000	H0 ditolak
Managerial Ownership	0,000	H0 ditolak

Sumber: Data Olahan Peneliti

Tabel 4. Uji Hausman

Variabel	Prob > chi2	Keputusan
Board Size	0,000	H0 ditolak
Board Independence	0,000	H0 ditolak
Women Proportion	0,000	H0 ditolak
Managerial Ownership	0,000	H0 ditolak

Sumber: Data Olahan Peneliti

Pengujian Hipotesis

Dari hasil pengujian, nilai signifikansi antara variabel *board size* dan *speed of adjustment (SOA) capital structure* adalah sebesar 0,2355. Nilai signifikansi yang didapatkan oleh variabel *board size* tersebut berarti menunjukkan tidak terdapat pengaruh secara signifikan antara *board size* dengan *speed of adjustment capital structure* dikarenakan nilai signifikansi yang sebesar 0,2355 lebih besar dari level tingkat keyakinan 10%. Dari hasil yang didapatkan setelah dilakukan pengujian, dapat disimpulkan bahwa H1 ditolak pada penelitian ini dimana tidak pengaruh signifikan dan memiliki hubungan yang negatif antara *board size* dengan *speed of adjustment capital structure* yang terjadi pada perusahaan real estat dan properti di Bursa Efek Indonesia.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Buvanendra et al. (2017) yang menyatakan tidak menemukan korelasi positif antara *board size* dengan *speed of adjustment* di Sri Lanka dan India memiliki persamaan dengan hasil penelitian ini. Hasil ini menunjukkan bahwa *board size* tidak memiliki pengaruh signifikan dan memiliki hubungan negatif terhadap *speed of adjustment capital structure* sehingga perusahaan real estat dan properti di Indonesia tidak mematok jumlah direksi pada perusahaannya untuk bisa mencapai pembiayaan secara optimal dan meminimalisir *adjustment cost* yang terjadi pada struktur pembiayaan tersebut.

Dari hasil uji yang dilakukan terhadap *board independence* terhadap *speed of adjustment (SOA) capital structure* yang tertera informasinya pada tabel 5, menunjukkan bahwa H2 ditolak, dimana *board independence* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *speed of adjustment (SOA) capital structure*. Dari hasil analisis regresi yang dilakukan terhadap *board independence* tersebut dapat dilihat bahwa regresi tersebut menunjukkan nilai signifikansi yaitu sebesar 0,187 sehingga $0,187 > 0,1$ menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan dan memiliki hubungan yang negatif terhadap *speed of adjustment capital structure*. Hasil tersebut memberikan kesimpulan bahwa H2 ditolak.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Bokpin and Arko (2009) dalam Feng et al. (2020) yang menyatakan tidak menemukan korelasi antara *board independence* dengan *capital structure*. Hal tersebut menunjukkan persamaan dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa *board independence* tidak memiliki pengaruh signifikan dan memiliki hubungan yang negatif terhadap *speed of adjustment capital structure*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *board independence* tidak memiliki pengaruh signifikan dan hubungan negatif terhadap *speed of adjustment capital structure* sehingga perusahaan real estat dan properti di Indonesia bahwa jajaran manajemen tingkat atas yang berasal dari luar

perusahaan tidak menjadi faktor untuk perusahaan real estat dalam menciptakan struktur pembiayaan yang optimal.

Untuk *women proportion*, pada tabel 5 menunjukkan hasil bahwa menyebabkan *women proportion* tidak memiliki pengaruh secara signifikan dan memiliki hubungan yang positif dari hasil nilai koefisien yang dimiliki terhadap *speed of adjustment capital structure* pada perusahaan real estat dan properti di Bursa Efek Indonesia dengan nilai signifikansi *proportion* sebesar 0.143 atau lebih besar dari level 10%. Hasil yang dimiliki oleh penelitian ini memiliki persamaan dengan hasil yang dimiliki oleh Nguyen et al. (2021) yang menyatakan bahwa *gender* memiliki hubungan yang positif terhadap pembiayaan secara optimal menggunakan *leverage*. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa *women proportion* memiliki peran dalam hubungannya yang terhadap *speed of adjustment capital structure*, pada hal ini kondisi industri real estat dan properti di Indonesia mengandalkan *gender diversity* dalam melakukan tindakan untuk dapat merendahkan *adjustment cost* atau mencapai pembiayaan secara optimal. Pada hal ini, direksi wanita dapat melakukan tindakan untuk meningkatkan efisiensi pada dewan direksi untuk dapat mengatur pembiayaan yang dimiliki oleh perusahaan secara lebih efisien dan efektif.

Untuk *managerial ownership*, hasil yang didapatkan penelitian setelah dilakukan uji dengan hasil yang tertera pada tabel 5 menunjukkan bahwa H4 diterima. Hal tersebut dikarenakan *managerial ownership* memiliki pengaruh positif secara signifikan terhadap *speed of adjustment (SOA) capital structure*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi yang dimiliki sebesar 0,039. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari tingkat kepercayaan pada level 5% yang menyebabkan variabel tersebut memiliki pengaruh secara signifikan dan memiliki

hubungan yang positif dilihat dari nilai koefisiennya sebesar 0,239 terhadap variabel dependen pada perusahaan real estat dan properti di Indonesia.

Hasil penelitian ini memiliki persamaan dengan penelitian Nguyen et al. (2021) yang menyatakan bahwa *managerial ownership* memiliki hubungan yang positif terhadap *speed of adjustment capital structure*. Penelitian Javid et al. (2021) menyatakan hal yang sama bahwa *managerial ownership* memiliki hubungan yang positif terhadap *speed of adjustment capital structure*. Hal tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen dapat menurunkan *agency cost* yang membuat penyesuaian dapat dilakukan lebih cepat oleh perusahaan real estat dan properti di Indonesia.

Berdasarkan dari hasil pengujian dan pengolahan data, terdapat upaya dari perusahaan pada industri real estat dan properti dalam menciptakan *capital structure* untuk pembiayaan yang optimal. Dari hasil tabel 6, berdasarkan hasil uji estimasi yang sudah dilakukan mendapatkan untuk koefisien dari *optimal leverage* dengan melakukan uji estimasi dengan seluruh variabel *corporate governance* yang digunakan pada penelitian ini beserta variabel kontrol karakteristik perusahaan. Penyesuaian koefisien yang dilakukan dilambangkan dengan simbol δ dan untuk *Speed of adjustment* yang akan didapatkan dari hasil $(1 - \delta)$ yang merupakan penyesuaian parsial. Dari hasil penyesuaian tersebut, perusahaan dapat dikatakan memiliki penyesuaian yang optimal terhadap pembiayaannya apabila memiliki hasil 1 dan sebaliknya apabila hasilnya adalah 0 maka perusahaan tidak memiliki penyesuaian terhadap pembiayaan yang mereka miliki.

Tabel 5. Hasil Uji Estimasi

	Lev _{t+1}	Coefficient (std. err.)			
		BS_LEV	-0,067 -0,058		
BI_LEV		-0,198 -0,219			
WP_LEV			0,23 -0,212		
MO_LEV				0,239** -0,131	
C	0,076* -0,051	0,082* -0,063	0,083* -0,061	0,111** -0,065	0,087* -0,064
ASSET_TANGIBILITY	0,143** -0,081	0,157** -0,084	0,156** -0,08	0,121* -0,087	0,149** -0,086
GROWTH	-0,118* -0,077	-0,097* -0,06	-0,101** -0,06	-0,099* -0,061	-0,100** -0,06
FIRM_PROFITABILITY	-0,128 -0,133	-0,083 -0,17	-0,084 -0,176	-0,111 -0,165	-0,096 -0,17
FIRM_SIZE	0,265* -0,18	0,215* -0,141	0,224* -0,14	0,221* -0,143	0,223* -0,142
ASSET_TANG_LEV	0,081 -0,314	0,15 -0,37	0,166 -0,342	0,328 -0,356	0,203 -0,366
GROWTH_LEV	-0,73 -0,729	-1,180*** -0,41	-1,119*** -0,379	-1,178*** -0,414	-1,150*** -0,406
FIRM_PROFITABILITY_LEV	0,261 -0,583	-0,351 -0,59	-0,401 -0,667	-0,142 -0,56	-0,272 -0,592
FIRM_SIZE_LEV	-0,13 -1,56	0,887 -0,907	0,881 -0,836	0,865 -0,911	0,818 -0,896
Lev _t	0,587** -0,334	0,225 -0,298	0,105 -0,264	-0,015 -0,257	0,115 -0,26
Observations	145	145	145	145	145

Catatan: * Signifikan pada level 10%; ** Signifikan pada level 5%; ***Signifikan pada level 1%
 Sumber: Data olahan peneliti

Dalam mengidentifikasi kecepatan penyesuaian yang dimiliki, didapatkan nilai koefisien sebesar 0,5324 sehingga kecepatan penyesuaian yang dimiliki oleh

industri real estat dan properti di Indonesia adalah sebesar 0,4676 (1-0,5324). Secara keseluruhan waktu, dapat dikatakan bahwa perusahaan real estat dan

properti di Indonesia untuk melakukan penyesuaian secara rata-rata membutuhkan waktu 2,1385 tahun (1/0,4676) dalam meraih pembiayaan yang optimal. Hal ini mengindikasikan bahwa, perusahaan dalam industri ini melakukan penyesuaian sebesar 46,76% dalam tingkat *leverage* yang dimiliki terhadap *leverage* secara optimal. Dari hasil penyesuaian yang didapatkan, dapat dikatakan bahwa perusahaan pada industri real estat dan properti di Indonesia secara rata-rata memiliki waktu penyesuaian yang tidak cepat atau lambat dalam meraih pembiayaan yang optimal. Kecepatan yang dimiliki dalam penyesuaian untuk mencapai pembiayaan yang optimal pada perusahaan industri real estat dan properti di Indonesia membuktikan bahwa *trade off theory* diterapkan pada industri ini dalam usaha yang dikeluarkan dalam mempertimbangkan biaya dan manfaat yang dapat dihasilkan dari penggunaan *leverage* yang dimiliki walaupun penyesuaian yang dilakukan masih dibawah dari penyesuaian pembiayaan secara optimal.

Tabel 6. Hasil Uji Estimasi Kecepatan Penyesuaian

	Lev _{t+1}	Coefficient (std. err.)
BS_LEV		-0,076 -0,074
BI_LEV		-0,444 -0,256
WP_LEV		0,433 -0,369
MO_LEV		0,228** -0,101
C		0,088** -0,047
ASSET_TANGIBILITY		0,129**

	-0,074
GROWTH	-0,120* -0,082
FIRM_PROFITABILITY	-0,122 -0,135
FIRM_SIZE	0,269* -0,192
ASSET_TANG_LEV	0,103 -0,281
GROWTH_LEV	-0,795 -0,734
FIRM_PROFITABILITY_LEV	0,196 -0,525
FIRM_SIZE_LEV	0,054 -1,622
Lev _t	0,532* -0,391
Observations	145

Catatan: * Signifikan pada level 10%; ** Signifikan pada level 5%; *** Signifikan pada level 1%

Sumber: Data Olahan Peneliti

KESIMPULAN

Perusahaan real estat dan properti di Bursa Efek Indonesia teridentifikasi memiliki upaya dalam meraih pembiayaan secara optimal. Dari hasil estimasi didapatkan nilai koefisien sebesar 0,5324 sehingga kecepatan penyesuaian yang dimiliki adalah sebesar 0,4676 atau 46,76% yang menunjukkan bahwa industri real estat dan properti di Indonesia memiliki kecepatan penyesuaian yang relatif kurang cepat. *Board size* memiliki hubungan secara negatif dan tidak signifikan terhadap *speed of adjustment (SOA) capital structure* pada perusahaan real estat dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Board independence* memiliki hubungan secara

negatif dan tidak signifikan terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* pada perusahaan real estat dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Women proportion* memiliki hubungan secara positif dan tidak signifikan terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure*. Sementara itu, *Managerial ownership* memiliki hubungan secara positif dan signifikan terhadap *speed of adjustment* (SOA) *capital structure* pada perusahaan real estat dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

SARAN

Bagi Praktisi

Untuk memperhatikan beberapa faktor yang memiliki pengaruh dan signifikansi yang kuat seperti dari segi kepemilikan saham dari manajemen internal dan karakteristik perusahaan terhadap *speed of adjustment capital structure* yang nantinya akan menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk pembiayaan perusahaan secara optimal. Sementara itu, untuk para investor dan analis diharapkan dapat memberikan informasi tambahan untuk menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi yang lebih baik dari penggunaan *capital structure* dan kecepatan penyesuaiannya untuk melihat prospek kedepan perusahaan.

Bagi Akademisi

Untuk memperhatikan dan mengeksplor faktor lainnya dari *corporate governance* dalam segi eksternal seperti *audit reputation* dan *audit committee size* dan karakteristik perusahaan yang lainnya lagi seperti likuiditas, *cost of capital*, dan nilai perusahaan yang mungkin dapat mempengaruhi *speed of adjustment* (SOA) *capital structure*. Selain itu, pada

penelitian ini sampel difokuskan hanya pada industri real estat dan properti di Indonesia sehingga untuk penelitian selanjutnya dapat memperluas kembali fokus dari objek penelitian ini ke sektor industri lainnya yang berada di Indonesia ataupun diluar Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: Implications for financing opportunities. *Corporate Governance*, 7(3), 288–300. <https://doi.org/10.1108/14720700710756562>
- Adusei, M., & Obeng, E. Y. T. (2019). Board gender diversity and the capital structure of microfinance institutions: A global analysis. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 258–269. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.006>
- Alnori, F., & Alqahtani, F. (2019). Capital structure and speed of adjustment in nonfinancial firms: Does sharia compliance matter? Evidence from Saudi Arabia. *Emerging Markets Review*, 39, 50–67. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.03.008>
- Asian Corporate Governance Association. (2022, 9 Januari). CG Watch 2020: Future Promise. Retrieved from <https://www.acga-asia.org/cgwatch.php>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. In

- Source: *The Journal of Finance* (Vol. 52, Issue 4).
- 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. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2017-0156>
- Chang, Y. K., Chen, Y. L., Chou, R. K., & Huang, T. H. (2015). Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure. *International Review of Economics and Finance*, 38, 44–55. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.12.013>
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 28(4), 759–783. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042>
- Fitzgerald, J., & Ryan, J. (2019). The impact of firm characteristics on speed of adjustment to target leverage: a UK study. *Applied Economics*, 51(3), 315–327. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1495822>
- G20/OECD Principles of Corporate Governance 2015. (2015). In *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2015*.
- Grabinska, B., Kedzior, M., Kedzior, D., & Grabinski, K. (2021). The impact of corporate governance on the capital structure of companies from the energy industry. The case of Poland. *Energies*, 14(21). <https://doi.org/10.3390/en14217412>
- Gyimah, D., Kwansa, N. A., Kyiu, A. K., & Sikochi, A. (Siko). (2021). Multinationality and capital structure dynamics: A corporate governance explanation. *International Review of Financial Analysis*, 76. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101758>
- Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics*. USA: McGraw-Hill.
- Haque, F., Arun, T. G., & Kirkpatrick, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries: A case study of Bangladesh. *Applied Economics*, 43(6), 673–681. <https://doi.org/10.1080/00036840802599909>
- Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2021). Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/jeas-09-2020-0157>
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 3(4), pages 305-360
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597–614. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.011>

Mbulawa, S., Okurut, N. F., Ntsosa, M., & Sinha, N. (2020). Optimal Capital Structure and Speed of Adjustment under Hyperinflation and Dollarization. *Global Journal of Emerging Market Economies*, 12(2), 158–177.
<https://doi.org/10.1177/0974910120919023>

Murniati, & Hidayat, M. N. (2021). Pengaruh Good Corporate Governance dan Strategi Bisnis terhadap Earning Management (Studi Pada Perusahaan Pertambangan Batu Bara di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ekonomi, Keuangan dan Bisnis*, 6(1), 63-76.

Neuman, W. L. (William L. (2014). *Social research methods : qualitative and quantitative approaches*.

Nguyen, T., Bai, M., Hou, Y., & Vu, M. C. (2021). Corporate governance and dynamics capital structure: evidence from Vietnam. *Global Finance Journal*, 48.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100554>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (n.d.). *Fundamentals of CORPORATE FINANCE*.

Worldbank. (2017, 24 Februari). Indonesia - National Affordable Housing Program Project. Retrieved from <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents>