

PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN DI INDONESIA

Timothy Wiria¹⁾, Vina Nugroho^{2)*}

^{1,2)} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pelita Harapan, Tangerang, Banten

^{*)}e-mail: vina.nugroho@uph.edu

ABSTRAK

Pentingnya *corporate governance* dalam suatu perusahaan semakin meningkat seiring dengan banyaknya kasus-kasus pelanggaran *corporate governance* pada berbagai perusahaan di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh *corporate governance* terhadap penyesuaian struktur modal perusahaan di Indonesia. Penelitian ini menggunakan 201 perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia mulai dari periode 2012-2020. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel-variabel dari *corporate governance* memiliki pengaruh positif terhadap penyesuaian struktur modal perusahaan di Indonesia.

Kata Kunci: *corporate governance, leverage, soa.*

ABSTRACT

The importance of corporate governance in a company is increasing along with the number of cases of corporate governance violations in various companies in Indonesia. This study aims to examine the effect of corporate governance on the adjustment of the capital structure of companies in Indonesia. This study uses 201 companies listed on the Indonesia Stock Exchange from the period 2012-2020. The results showed that the variables of corporate governance have a positive influence on the adjustment of the capital structure of companies in Indonesia.

Keywords: *corporate governance, leverage, soa.*

7. PENDAHULUAN

Corporate governance sendiri dapat di definisikan sebagai seperangkat mekanisme yang menyalurkan tujuan dan kepentingan investor dan manajer perusahaan sehingga para investor mempunyai gambaran yang pasti akan risiko yang mereka ambil dengan membuat dana mereka tersedia untuk manajer, dan dapat terhindar dari perilaku atau peluang oportunistik dari manajer perusahaan tersebut (Shleifer Andrei and Vishny, 1997). Berdasarkan (Thao Nguyen et al., 2021) *corporate governance* yang baik pada perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan, dan transparansi dalam suatu perusahaan yang juga dapat mempercepat penyesuaian struktur modal di perusahaan tersebut. Beberapa penelitian terdahulu (Chang et al., 2014) membuktikan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang baik dapat menyesuaikan utang ke tingkat yang optimal dengan waktu yang lebih cepat dibanding perusahaan dengan *corporate governance* yang lemah. Sedangkan menurut (Liao et al., 2015) bahwa kepemilikan institusional, direktur eksternal, dan juga pemisahan peran ketua dewan dengan CEO mempengaruhi kecepatan penyesuaian struktur modal secara signifikan. Namun di karenakan mekanisme dari *corporate governance* yang sangat luas, efek dari beberapa mekanisme *corporate governance* terhadap SOA masih belum terbukti dan teruji. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji dan melihat efek dari beberapa mekanisme *corporate governance* seperti, board size, dan gender diversity.

Corporate governance di bentuk dalam rangka menyatukan kepentingan manajer dengan para pemegang saham, sistem *corporate governance* yang berjalan dengan baik akan membuat manajer menggeserkan utang ke level yang diinginkan oleh pemegang saham, bukan ke level manajer itu sendiri. Sehingga ada hubungan positif antara *corporate governance* dengan SOA ke arah level pemegang saham, bukan level keinginan manajer (Liao et al., 2015).

Sebagian besar penelitian atau studi yang meneliti hubungan antara *corporate governance* terhadap kemampuan dalam proses penyesuaian struktur modal telah banyak dilakukan pada pasar di Amerika Serikat dan berbagai negara maju, sedangkan untuk studi pada pasar atau negara berkembang masih sangat sedikit. Menurut (Tuan Nguyen et al., 2015) *corporate governance* memegang peran penting pada emerging markets dalam mengurangi dan menghilangkan agency problems dan informasi asimetris, di karenakan sistem legal, undang-undang, dan proteksi untuk para investor masih belum efektif jika dibandingkan dengan negara maju. Penelitian ini akan mengumpulkan data dan menginvestigasi *corporate governance* di perusahaan-perusahaan Indonesia dan meneliti hubungan dari berbagai mekanisme *corporate governance* di para perusahaan tersebut terhadap kemampuan dalam proses penyesuaian struktur modal. Aspek utama *corporate governance* yang akan diteliti adalah board size, dan gender diversity. Menurut (Dwiridotjahjono, 2009) pelaksanaan dan jalannya Good Corporate Governance (GCG) di Indonesia masih memiliki banyak tantangan seperti kendala hukum, budaya, dan juga kendala politik.

2. TINJAUAN LITERATUR

2.1. Speed of Adjustment

Struktur modal yang dimiliki atau digunakan oleh suatu perusahaan belum tentu menghasilkan hasil yang optimal. Adanya struktur modal yang optimal pada suatu perusahaan akan menghasilkan weighted average cost of capital yang rendah (Susilawati et al., 2020). Apabila terdapat perbedaan Struktur modal yang digunakan oleh perusahaan

(*actual capital structure*) dengan struktur modal yang optimal, maka perbedaan tersebut disebut dengan deviasi. Perbedaan tersebut mendorong suatu perusahaan, untuk melakukan penyesuaian agar dapat mencapai struktur modal yang optimal untuk mengurangi *weighted average cost of capital*. Lamanya waktu atau kecepatan yang diperlukan suatu perusahaan untuk menyesuaikan struktur modal menjadi struktur modal yang optimal disebut sebagai *speed of adjustment* (Huang & Ritter, 2011). Ketika suatu perusahaan dapat secara cepat menyesuaikan *actual capital structure* mereka menjadi struktur modal yang optimal, maka *speed of adjustment* perusahaan tersebut tinggi, sebaliknya jika perusahaan membutuhkan waktu yang lambat dalam menyesuaikan *actual capital structure* mereka, maka angka dari *speed of adjustment* perusahaan tersebut rendah. Perusahaan yang gagal atau terlalu lama dalam menyesuaikan struktur modal mereka akan mengalami *adjustment cost* tinggi (Huang & Ritter, 2011). Sedangkan menurut teori *trade-off*, deviasi dalam utang dari struktur modal yang optimal akan mengurangi nilai perusahaan tersebut. Namun, perusahaan menyeimbangkan kembali utang mereka ketika keuntungan dari *adjustment* akan melebihi dari biayanya (Thao Nguyen et al., 2021).

2.2 Board Size

Dalam pengambilan keputusan dalam suatu perusahaan, tentunya pihak yang memiliki hak untuk melakukan pengambilan keputusan ada BOD. Oleh karena itu, jumlah dewan direksi dalam suatu perusahaan mempunyai peran penting dalam diskusi pengambilan keputusan. Menurut (Hermalin & Weisbach, 2003) semakin besar *board size* maka tingkat efektivitas suatu perusahaan akan lebih kecil dibanding dengan perusahaan yang memiliki *board size* lebih kecil. Ketika *board size* semakin besar, kemungkinan adanya masalah agensi akan meningkat, karena beberapa direktur akan menjadi *free-riders*. Permasalahan koordinasi yang akan muncul dari besarnya *board size* ini dan akan menghambat proses pengambilan keputusan dan nantinya berdampak pada *speed of adjustment*.

(Berger et al., 1997) dan (Hasan & Butt, 2009) menunjukkan bahwa ada pengaruh dan korelasi negatif antara jumlah direktur di suatu perusahaan terhadap angka *debt to equity ratio* yang digunakan sebagai pengukuran untuk struktur modal. Semakin besar jumlah direktur pada suatu perusahaan maka semakin besar juga tekanan bagi para manajer untuk mempertahankan *debt to equity ratio* yang rendah. Dari beberapa penelitian tersebut, dapat dilihat pengaruh dari *board size* terhadap suatu perusahaan, namun belum ada studi yang menunjukkan dan meneliti hubungan antara *board size* dengan SOA dari struktur modal, oleh karena itu, penelitian ini berusaha untuk meneliti hubungan *board size* dengan SOA dengan menarik hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1. Terdapat korelasi positif antara *board size* dengan *speed of adjustment*.

2.3 Gender Diversity

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa adanya kesetaraan gender pada suatu perusahaan meningkatkan efisiensi para direktur. Menurut (Zelechowski & Bilimoria, 2004), direktur wanita lebih unggul dalam aspek manajemen, komunikasi, dan pengetahuan akan relasi publik dibanding dengan direktur pria. (Burgess & Tharenou, 2002) menyatakan bahwa direktur perempuan lebih memiliki pengalaman dalam hal marketing dan sales, lebih berhati-hati dalam mengatur risiko, dan juga lebih memiliki perhatian terhadap *corporate social responsibility*. Dengan karakteristik- karakteristik ini adanya wanita dalam jajaran direksi dikatakan dapat membantu mengambil keputusan yang lebih tepat dan mengurangi risiko (Yogiswari & Badera, 2019). Penelitian menurut (Strøm et al., 2014) yang meneliti

73 negara menyimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki direktur atau anggota board of directors wanita memiliki hasil yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan direktur pria saja. Sehingga dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 2: *Gender diversity* mempengaruhi *Speed of Adjustment* secara positif.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan Tbk di Indonesia (kecuali perusahaan dari industri keuangan) pada periode tahun 2012 sampai dengan 2020. Data yang digunakan adalah data panel tahunan yang diambil dari S&P Capital IQ. Metode estimasi yang digunakan dengan menggunakan GMM (*Generalized Method of Moments*) karena menggunakan model panel data dinamis. Penggunaan GMM dapat mengurangi bahkan menghilangkan bias serta mendapatkan hasil regresi yang lebih konsisten. Empirical Model pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$LEV_{i,t+1} = \alpha + \partial_1'(GOV_{i,t} * LEV_{i,t}) + \partial_2'(X_{i,t} * LEV_{i,t}) + (1 - \partial_0)LEV_{i,t} + \beta\delta X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \text{ (1)}$$

Pada persamaan pertama ini menunjukkan pengaruh dari variabel corporate governance terhadap SOA akan di wakikan oleh variabel interaksi antara variable corporate governance dengan leverage. Untuk model regresi setiap variabel corporate governance ditunjukkan pada persamaan ke 2 hingga persamaan 5.

$$LEV_{i,t+1} = \alpha + \partial_1'(Boardsize * LEV_{i,t}) + \partial_2'(X_{i,t} * LEV_{i,t}) + (1 - \partial_0)LEV_{i,t} + \beta\delta X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \text{ (2)}$$

Persamaan ke 2 digunakan untuk melihat pengaruh dari variabel Board size terhadap leverage adjustment. Untuk melihat pengaruh tersebut, variabel board size di interaksi dengan variabel leverage. Variabel interaksi ini bertujuan untuk melihat pengaruh variabel secara bersamaan terhadap variabel dependen yaitu leverage.

$$LEV_{i,t+1} = \alpha + \partial_1'(\% \text{ of Women} * LEV_{i,t}) + \partial_2'(X_{i,t} * LEV_{i,t}) + (1 - \partial_0)LEV_{i,t} + \beta\delta X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \text{ (3)}$$

Persamaan ketiga merupakan model yang menunjukkan pengaruh variabel % of Women terhadap adjustment dari leverage. Variabel persentase dari direktur perempuan ini di interaksi dengan variabel leverage untuk melihat pengaruh variabel % of Women dan leverage secara bersamaan terhadap variabel dependen.

$$LEV_{i,t+1} = \alpha + \partial_1'(Gender \text{ of CEO} * LEV_{i,t}) + \partial_2'(X_{i,t} * LEV_{i,t}) + (1 - \partial_0)LEV_{i,t} + \beta\delta X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \text{ (4)}$$

Persamaan ke empat merupakan model yang digunakan untuk melihat pengaruh dari variabel Gender of CEO terhadap adjustment dari leverage. Variabel Gender of CEO ini kemudian akan di interaksi dengan variabel leverage dalam model regresi untuk melihat pengaruh variabel Gender of CEO dan leverage secara bersamaan terhadap variabel dependen model.

$$LEV_{i,t+1} = \alpha + \partial_1'(Gender \text{ of Chair} * LEV_{i,t}) + \partial_2'(X_{i,t} * LEV_{i,t}) + (1 - \partial_0)LEV_{i,t} + \beta\delta X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \text{ (5)}$$

Persamaan kelima untuk melihat pengaruh variabel Gender of Chair terhadap adjustment dari leverage. Variabel ini di interaksi dengan leverage untuk melihat pengaruhnya secara bersamaan terhadap variabel dependen model yang digunakan.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Variabel Dependen	Variabel Independen
<i>LEV</i>	Total Debt /Market Cap + Debt	
Board Size		Total direktur pada dewan perusahaan
% of WOMEN		% dari jumlah direktur perempuan di dewan perusahaan
<i>Gender of Chair</i>		<i>Dummy</i> variabel, 1 jika Chair perusahaan adalah laki-laki , dan 0 jika Chair perusahaan bukan laki-laki.
<i>GCEO</i>		<i>Dummy</i> variabel, 1 jika CEO perusahaan adalah laki-laki , dan 0 jika CEO perusahaan bukan laki-laki.

Sumber : Butt *et al.*,(2021).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Table 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
Lev	1809	0.345	0.277	0,00	0.990
FirmSIZE	1809	15.3	1.67	10.72	19.67
Tangibility	1809	0.349	0.228	0.000	0.943
Profitability	1809	0.105	0.102	-0.889	0.867
Depreciation	1809	0.036	0.032	0,00	0.437
Board Size	1809	5,00	1.93	2	13
Gender of CEO	1809	0.929	0.256	0,00	1,00
Gender of CHR	1809	0.957	0.200	0,00	1,00
% of WOMEN	1809	0.113	0.160	0,00	0.667

Sumber : Hasil Olah Data (2021)

Hasil regresi menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara Board Size dengan SOA dari leverage. Hubungan positif antara jumlah direktur pada board suatu perusahaan dengan kecepatan perusahaan dalam menyesuaikan hutang mereka ke level yang memadai. Hasil dari regresi ini tidak menolak hipotesis 1 yaitu (Terdapat korelasi positif antara Board Size dengan Speed of Adjustment) . Hasil hipotesis ini berbanding terbalik dengan penelitian dari (Guest, 2009) yang lebih merekomendasikan jumlah direktur yang lebih sedikit, karena board of directors yang memiliki banyak anggota akan menimbulkan masalah dalam komunikasi, dan pengambilan keputusan. Namun menurut (Thao Nguyen et al., 2021) ,perusahaan dengan jumlah direktur yang lebih banyak akan lebih mudah dalam mendapat pendanaan melalui networking yang luas dari jumlah direktur yang lebih banyak tersebut.

Table 4. Hasil Regresi Variabel Corporate Governance Terhadap Speed of Adjustment

Variables			
BoardSize*Lev	0.366**		
	(0.016)		
%Women*Lev	-1.79***		
	(0.009)		
GenderCEO*Lev	1.75*		
	(0.062)		
GenderChair*Lev	-0.697***		
	(0.005)		

Sumber : Hasil Olah Data (2021)

Hubungan antara gender diversity dengan SOA, terdapat 3 variabel yang harus di analisa yaitu % Women (persentase direktur perempuan pada board of directors) , dan juga 2 variabel dummy yaitu Gender of CEO dan Gender of Chair. Hasil regresi variabel interaksi %Women*Lev menunjukkan adanya hasil koefisien negatif -1.79 dan nilai p-value sebesar 0.009 yang signifikan pada level 1%, sedangkan variabel Gender of CEO*Lev memiliki koefisien yang positif sebesar 1.75 dan memiliki nilai p-value sebesar 0.0062 yang berarti signifikan pada level 10%. Untuk variabel yang terakhir yaitu Gender of Chair*Lev memiliki koefisien yang negatif yaitu -0.697 dan signifikan pada level 1% di karenakan nilai p-valuenya yang sebesar 0.005. Hasil ini menunjukkan hipotesis kedua (Gender diversity mempengaruhi Speed of Adjustment secara positif) ini ditolak karena hasil dari variabel %Women*Lev dan Gender of Chair*Lev signifikan negatif terhadap variabel dependen. Berdasarkan penolakan hipotesis kedua ini, dapat disimpulkan bahwa board yang lebih beragam tidak mempercepat perusahaan di Indonesia dalam menyesuaikan hutangnya terhadap target, hasil ini berbanding terbalik dengan penelitian dari (Thao Nguyen et al., 2021) perusahaan di Vietnam di mana Gender Diversity mempengaruhi adjustment dari tingkat hutang perusahaan di Vietnam secara positif.

Tabel 5. Hasil Regresi Variabel Kontrol

Variabel	(1)	(2)	(3)	(4)
Leverage	11.137***	-0.895	-1.907	1.530
	(0.003)	(0.284)	(0.292)	(0.481)
Tangibility	1.087**	0.740**	0.858*	1.186*
	(0.016)	(0.041)	(0.067)	(0.091)
Depreciation	-2.936	-2.94	-9.091***	-7.571
	(0.177)	(0.294)	(0.005)	(0.329)
Profitability	1.680***	0.660	0.260	0.201
	(0.013)	(0.168)	(0.707)	(0.819)
Firm Size	0.511***	0.123	0.107	0.217**
	(0.007)	(0.050)	(0.200)	(0.032)
Tangibility*Lev	0.641	-0.073	-0.657	-1.832**
	(0.501)	(0.883)	(0.197)	(0.018)
Depreciation*Lev	2.742	3.741	12.248***	14.509
	(0.380)	(0.308)	(0.005)	(0.075)
Profitability*Lev	-4.815***	-1.593**	-0.770	2.817
	(0.011)	(0.045)	(0.448)	(0.143)
Firm Size*Lev	-0.8612***	0.0821**	0.0191	-0.067

	(0.002)	(0.016)	(0.830)	(0.630)
Constant	-7.7926	-1.827	-1.370	-3.090
Observations	1809	1809	1809	1809

*** (signifikan pada 1%), ** (signifikan pada 5%), * (signifikan pada 10%)

Sumber : Hasil Olah Data (2021)

Tabel 5 merupakan tabel hasil regresi variabel kontrol terhadap kecepatan penyesuaian tingkat hutang perusahaan. variabel interaksi Tangibility*Leverage, Profitability*Leverage, dan Firm size*Leverage signifikan dalam level 1% terhadap SOA dari leverage . Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan aset dan profitability yang lebih besar dapat menyesuaikan target hutangnya dengan lebih cepat dibanding perusahaan-perusahaan yang memiliki aset dan profitability yang lebih sedikit. Sedangkan untuk variabel interaksi Depreciation*Leverage positif dan signifikan pada level 1%. Variabel kontrol lainnya seperti Profitability, Firm Size, dan Tangibility memiliki hasil positif dan signifikan, sedangkan variabel Depreciation signifikan namun memiliki koefisien yang negatif.

4.1. Uji Sargan-Hansen

Tabel 6. Gender of CEO*Lev

Test	Chi ²	Prob > Chi ²	Kesimpulan
(1)	43.0785	0.1942	H0 tidak ditolak
(2)	40.4858	0.2789	H0 tidak ditolak

Tabel 7. Gender of Chair*Lev

Test	Chi ²	Prob > Chi ²	Kesimpulan
(1)	11.1820	0.3435	H0 tidak ditolak
(2)	13.1125	0.2175	H0 tidak ditolak

Tabel 8. Board Size*Lev

Test	Chi ²	Prob > Chi ²	Kesimpulan
(1)	12.1402	0.1451	H0 tidak ditolak
(2)	6.7101	0.5682	H0 tidak ditolak

Tabel 9. %Women*Lev

Test	Chi ²	Prob > Chi ²	Kesimpulan
(1)	16.3376	0.9277	H0 tidak ditolak
(2)	13.6938	0.9768	H0 tidak ditolak

Berdasarkan hasil tersebut, menunjukkan bahwa ke empat model pada penelitian ini memiliki over-identifying restrictions.

4.2 Uji Arrelano-Bond

Tabel 10. Gender of CEO*Lev

Test	Z	Prob > z	Kesimpulan
(1)	-2.7972	0.0052	Terdapat autokorelasi
(2)	-0.9886	0.3229	Tidak terdapat autokorelasi

Tabel 11. Gender of Chair*Lev

Test	Z	Prob > z	Kesimpulan
(1)	-0.7928	0.4279	Tidak terdapat autokorelasi
(2)	-1.1689	0.2424	Tidak terdapat autokorelasi

Tabel 12. Uji Arrelano-Bond % Women*Lev

Test	Z	Prob > z	Kesimpulan
(1)	-3.7306	0.0002	Terdapat autokorelasi
(2)	-1.0144	0.3104	Tidak terdapat autokorelasi

Tabel 13. Uji Arrelano-Bond Board Size*Lev

Test	Z	Prob > z	Kesimpulan
(1)	-1.5644	0.1177	Tidak terdapat autokorelasi
(2)	-0.2792	0.7801	Tidak terdapat autokorelasi

Hasil Uji Arrelano pada ke empat model menunjukkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada ke empat model penelitian tersebut

5. PENUTUP

Dari penelitian yang telah dilakukan terhadap 201 perusahaan yang terdapat di Indonesia dari periode tahun 2012 hingga 2020 untuk mengetahui dampak dari Corporate Governance terhadap Speed of Adjustment dari tingkat hutang perusahaan di Indonesia, dapat disimpulkan:

- Board Size suatu perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap Speed of Adjustment dari tingkat hutang perusahaan di Indonesia. Menurut hasil penelitian yang telah dilakukan, jumlah board of *directors* yang semakin banyak dalam suatu perusahaan akan memiliki pengaruh yang positif terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal, di karenakan jumlah direktur yang banyak pada board akan meningkatkan networking sehingga memudahkan perusahaan dalam mendapatkan pendanaan atau investasi.
- Gender Diversity pada jajaran direksi di perusahaan tidak memiliki pengaruh positif terhadap Speed of Adjustment dari tingkat hutang perusahaan di Indonesia. Karena berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak semua variabel Gender Diversity memiliki pengaruh positif, melainkan 2 dari variabel *Gender Diversity* tersebut memiliki pengaruh signifikan negatif. Sehingga tidak ditemukan pengaruh positif dari *Gender Diversity* pada jajaran direksi terhadap kecepatan penyesuaian tingkat hutang perusahaan di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on

- governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411–1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: monte carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Burgess, Z., & Tharenou, P. (2002). Women board directors: Characteristics of the few. *Journal of Business Ethics*, 37(1), 39–49. <https://doi.org/10.1023/A:1014726001155>
- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiagarajan, S. (2017). Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: A comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB Management Review*, 29(4), 245–258. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2017.10.002>
- Chang, Y. K., Chou, R. K., & Huang, T. H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking and Finance*, 48, 374–385. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>
- Dwiridotjahjono, J. (2009). Penerapan Good Corporate Governance : Manfaat Dan Tantangan Serta Kesempatan Bagi Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Administrasi Bisnis Unpar*, 5(2), 101–112. <https://doi.org/10.26593/jab.v5i2.2108>
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *European Journal of Finance*, 15(4), 385–404. <https://doi.org/10.1080/13518470802466121>
- Hasan, A., & Butt, S. A. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50–57. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v4n2p50>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). *Heuristic Illustration of the Distinction between Out-of-Equilibrium and Equilibrium Explanations for Certain Empirical Results Out-of-Equilibrium Phenomenon Equilibrium Phenomenon provide good introductions to the. April*, 7–26.
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2011). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *SSRN Electronic Journal, Section V*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.938564>
- Ibnu Shina, A. F. (2019). Pemodelan Kemisikinan di Indonesia dengan Generalized Method Momment Arellano dan Bond. *Jurnal VARIAN*, 2(2), 62–67. <https://doi.org/10.30812/varian.v2i2.363>
- Liao, L. K. C., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2), 169–192. <https://doi.org/10.1111/jfir.12057>
- Nguyen, Thao, Bai, M., Hou, Y., & Vu, M. C. (2021). Corporate governance and dynamics capital structure: evidence from Vietnam. *Global Finance Journal*, 48, 100554. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100554>
- Nguyen, Tuan, Locke, S., & Reddy, K. (2015). Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics and Finance*, 37, 184–202. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.022>

- Öztekın, Ö., & Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 88–112. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.014>
- Shleifer Andrei and Vishny, R. W. (1997). *Surveycorp.gov.Pdf*. In *The Journal Of Finance* (Vol. 52, Issue 2, pp. 737–783).
- Strøm, R. Ø., D’Espallier, B., & Mersland, R. (2014). Female leadership, performance, and governance in microfinance institutions. *Journal of Banking and Finance*, 42(1), 60–75. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.01.014>
- Susilawati, C., Wijayanti, R., & Martono, C. (2020). Speed of Adjustment Pada Struktur Modal: Analisis Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan Di Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 22(1), 121–128. <https://doi.org/10.34208/jba.v22i1.652>
- Yogiswari, N. L. P. P., & Badera, I. D. N. (2019). Pengaruh Board Diversity Pada Nilai Perusahaan Dalam Perspektif Corporate Governance. *E-Jurnal Akuntansi*, 2070. <https://doi.org/10.24843/eja.2019.v26.i03.p15>
- Zelevhowski, D. D., & Bilimoria, D. (2004). *Zelevhowski_et_al-2004-Corporate_Governance__An_International_Review*. 12(3), 337 -442.