



**PENGARUH *FIRM AGE*, *CORPORATE GOVERNANCE*,
DAN LIKUIDITAS TERHADAP STRUKTUR MODAL**

**(Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia Periode 2015-2018)**

SKRIPSI

**Diajukan sebagai syarat ntuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi
pada Universitas Negeri Semarang**

Oleh

NABILA NAFISAH

NIM 7311415138

JURUSAN MANAJEMEN

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

2020

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : Selasa

Tanggal : 14 April 2020

Mengetahui,



Ketua Jurusan Manajemen

Dorajito Prizandono, S.E., M.M., Ph.D.

NIP 197311092005011001

Pembimbing

Moh Khoiruddin, S.E., M.Si.

NIP 197001062008121001

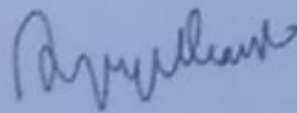
PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Selasa

Tanggal : 28 April 2020

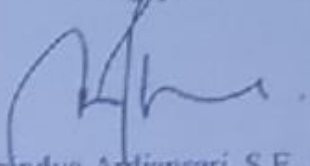
Penguji I



Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M.

NIP. 197507262000121001

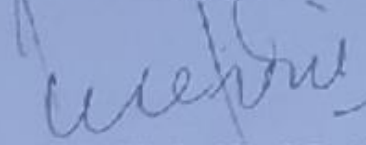
Penguji II



Anindya Ardiansari, S.E., M.M.

NIP. 198407232008122004

Penguji III



Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si.

NIP. 197001062008121001

Mengetahui,



PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Nabila Nafisah

NIM : 7311415138

Tempat Tanggal Lahir : Kudus, 13 Juni 1997

Alamat : Desa Jetak Kedungdowo RT 02 RW 04, Kecamatan
Kaliwungu, Kabupaten Kudus, Jawa Tengah

menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila dikemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, 20 April 2020



Nabila Nafisah

NIM 7311415138

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

1. *“Sesungguhnya bersama kesukaran itu ada kemudahan. Karena itu bila kau telah selesai (mengerjakan yang lain) dan kepada Tuhan, berharaplah”* (Q.S. Al-Insyirah : 6-8)
2. Ketika telah melakukan yang terbaik yang kita bisa, maka kegagalan bukan sesuatu yang harus disesalkan, tapi jadikanlah pelajaran atau motivasi diri.

PERSEMBAHAN

1. Untuk kedua orangtuaku, kakakku, adikku tercinta, serta keluarga yang senantiasa mendoakan dan memberi dukungan semangat dalam berbagai situasi dan kondisi dalam menyelesaikan skripsi ini.
2. Para dosen yang telah memberikan ilmu dan saran yang membangun, sehingga saya mampu menyelesaikan skripsi ini.
3. Almamaterku Universitas Negeri Semarang tempat saya menuntut ilmu

PRAKATA

Puji syukur kehadiran Allah Yang Maha Esa yang telah melimpahkan rahmat, nikmat seta hidayah-Nya sehingga penulis senantiasa diberikan kemudahan dan kelancaran dalam menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh *firm age*, *corporate governance*, dan likuiditas terhadap struktur modal”. Penyusunan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi persyaratan memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada program studi Manajemen Universitas Negeri Semarang.

Penulis menyadari bahwa dalam proses penyusunan skripsi ini tidak akan berjalan lancar tanpa dukungan serta arahan dari berbagai pihak, untuk itu penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M. Hum, selaku Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan untuk menuntut ilmu di Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto M.B.A., PhD selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kemudahan administrasi kepada penulis dalam perizinan pelaksanaan penelitian.
3. Dorajatun Prihandono, S.E., M.M., PhD, selaku Ketua Jurusan Manajemen Universitas Negeri Semarang yang telah membekali ilmu dan mendukung terlaksananya penyusunan skripsi.

4. Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembimbing yang telah memberikan saran, arahan, dan bimbingan dalam proses penyusunan skripsi ini.
5. Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M dan Anindya Ardiansari, S.E., M.M, selaku Dosen Penguji I dan Penguji II yang telah membimbing dan memberikan saran sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.
6. Vitradesie Noekent, S.E., M.M. selaku Dosen Wali yang telah memberikan motivasi, arahan, dan bimbingan selama menempuh proses perkuliahan.
7. Seluruh dosen dan staf karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan bekal ilmu, serta kemudahan dalam hal administrasi maupun sarana prasarana selama menuntut ilmu di Universitas Negeri Semarang.
8. Seluruh rekan-rekan Jurusan Manajemen Universitas Negeri Semarang angkatan 2015 serta sahabat-sahabatku yang telah memberikan dukungan dan motivasi dalam proses penyusunan skripsi.
9. Kedua orang tuaku dan segenap keluarga besar yang telah memberikan dukungan, motivasi, serta doa yang tiada putus selama proses penyusunan skripsi.
10. Seluruh pihak yang senantiasa memberikan dukungan moril dan doa dalam setiap langkah yang penulis tempuh.

SARI

Nafisah, Nabila. 2020. “Pengaruh *Firm Age*, *Corporate Governance*, dan Likuiditas terhadap Struktur Modal : Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia Periode 2015-2018”. Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing: Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si.

Kata Kunci: Struktur Modal, *Firm Age*, *Corporate Governance*, Likuiditas

Struktur modal merupakan hal yang sangat penting bagi perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi keuangan perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah *firm age*, *corporate governance*, dan likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia.

Jenis penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Bursa Malaysia selama periode 2015-2018. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling* yang terdiri dari 104 perusahaan di BEI dan 121 perusahaan di Bursa Malaysia.

Hasil uji model estimasi data panel menunjukkan model terbaik yang digunakan adalah *Random Effect Model* (REM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *board size* dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal di BEI dan Bursa Malaysia. *Proportion independent board* berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal di BEI dan Bursa Malaysia. *Firm age* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal di BEI namun berpengaruh tidak signifikan di Bursa Malaysia. *Dualism* CEO berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal di BEI namun berpengaruh signifikan terhadap struktur modal di Bursa Malaysia.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa faktor penentu struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah *firm age*, *board size*, dan likuiditas, sedangkan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Malaysia yaitu *board size*, *dualism* CEO, dan likuiditas. Saran bagi peneliti selanjutnya, diharapkan dapat mengembangkan penelitian serupa dengan menambah variabel lain yang tidak tercantum dalam penelitian ini, Bagi perusahaan, diharapkan dapat menentukan struktur modal optimal untuk meminimalisir risiko dalam melakukan keputusan pendanaan. Bagi investor, diharapkan lebih bijak dan memperhatikan kebijakan struktur modal yang diambil perusahaan.

ABSTRACT

Nafisah, Nabila. 2020. "The Effect of Firm Age, Corporate Governance, and Liquidity on Capital Structure: Case Study of Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange and the Malaysian Stock Exchange Period 2015-2018". Thesis. Department of Management. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Supervisor: Moh. Khoiruddin, S.E., M.Sc.

Keywords: Capital Structure, Firm Age, Corporate Governance, Liquidity

The capital structure is very important for the company, because the merits of the capital structure will have a direct effect on the company's financial position which will ultimately affect the value of the company. This study aims to determine whether firm age, corporate governance, and liquidity affect the capital structure on the Indonesia Stock Exchange and the Malaysian Stock Exchange.

This research was using quantitative study through secondary data. The population in this study are manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) and the Bursa Malaysia during the 2015-2018 period. The sampling method used was a purposive sampling method consisting of 104 companies on the IDX and 121 companies on the Bursa Malaysia.

Panel data estimation model test results show the best model used is the Random Effect Model (REM). The results showed that board size and liquidity had a significant effect on capital structure on the IDX and Bursa Malaysia. Proportion independent board has no significant effect on capital structure on the IDX and Bursa Malaysia. Firm age has a significant effect on capital structure on the IDX but has no significant effect on the Bursa Malaysia. Dualism CEO has no significant effect on capital structure on the IDX but has a significant effect on capital structure on the Bursa Malaysia.

Thus, it can be concluded that the determinants of capital structure in manufacturing companies listed on the IDX are firm age, board size, and liquidity, while manufacturing companies listed on the Bursa Malaysia are board size, CEO dualism, and liquidity. Suggestions for further researchers, are expected to develop similar research by adding other variables not listed in this study. For companies, it is expected to determine the optimal capital structure to minimize risk in making funding decisions. For investors, it is expected to be wiser and pay attention to capital structure policies adopted by the company.

DAFTAR ISI

JUDUL	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
PENGESAHAN KELULUSAN	iii
PERNYATAAN	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
PRAKATA	vi
SARI	viii
ABSTRACT	ix
DAFTAR ISI	x
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Identifikasi Masalah	13
1.3 Cakupan Masalah	13
1.4 Rumusan Masalah	14
1.5 Tujuan Penelitian.....	15
1.6 Manfaat Penelitian.....	16
1.7 Orisinalitas Penelitian.....	17
BAB II KAJIAN PUSTAKA	18
2.1 Kajian Teori Utama	18
2.1.1 <i>Pecking Order Theory</i>	18
2.1.2 <i>Agency Theory</i>	20
2.2 Kajian Variabel Penelitian	23
2.2.1 Struktur Modal.....	23
2.2.2 <i>Firm Age</i>	23

2.2.3	<i>Corporate Governance</i>	24
2.2.3.1	<i>Board Size</i>	24
2.2.3.2	<i>Proportion Independent Board</i>	25
2.2.3.3	<i>Dualism CEO</i>	25
2.2.4	Likuiditas.....	25
2.3	Kajian Penelitian Terdahulu	26
2.4	Kerangka Pemikiran Teoritis	37
2.4.1	Pengaruh <i>Firm Age</i> terhadap Struktur Modal	37
2.4.2	Pengaruh <i>Board Size</i> terhadap Struktur Modal	38
2.4.3	Pengaruh <i>Proportion Independent Board</i> terhadap Struktur Modal	39
2.4.4	Pengaruh <i>Dualism CEO</i> terhadap Struktur Modal	40
2.4.5	Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal	41
2.5	Hipotesis Penelitian.....	42
BAB III METODE PENELITIAN.....		44
3.1	Jenis dan Desain Penelitian.....	44
3.2	Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	44
3.3	Variabel Penelitian	46
3.4	Metode Pengumpulan Data.....	47
3.5	Metode Analisis Data	48
3.5.1	Analisis Deskriptif	48
3.5.2	Metode Penentuan Model Estimasi Data Panel.....	48
3.5.3	Uji Asumsi Klasik.....	52
3.5.4	Analisis Regresi Linear Berganda	54
3.5.5	Pengujian <i>Goodness of Fit</i>	56
3.5.6	Pengujian Hipotesis	58
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....		60
4.1	Hasil Penelitian	60
4.1.1	Deskripsi Penelitian	60

4.1.2	Uji Statistik Deskriptif	60
4.1.3	Uji Data Panel.....	70
4.1.4	Uji Asumsi Klasik.....	77
4.1.5	Pengujian <i>Goodness of Fit</i>	88
4.1.6	Analisis Regresi Linear Berganda	92
4.1.7	Pengujian Hipotesis	98
4.2	Pembahasan.....	104
4.2.1	Pengaruh <i>Firm Age</i> terhadap Struktur Modal	104
4.2.2	Pengaruh <i>Board Size</i> terhadap Struktur Modal	107
4.2.3	Pengaruh <i>Proportion Independent Board</i> terhadap Struktur Modal	108
4.2.4	Pengaruh <i>Dualism</i> CEO terhadap Struktur Modal	110
4.2.5	Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal	112
BAB V PENUTUP		115
5.1	Simpulan	115
5.2	Saran	116
DAFTAR PUSTAKA		119
LAMPIRAN		xvii

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perkembangan Indeks Produksi Industri Manufaktur Besar dan Sedang Bulanan di Indonesia Tahun 2016-2017	11
Gambar 1.1 Perkembangan Indeks Produksi Industri Manufaktur Malaysia Tahun 2016-2017	12
Gambar 2.1 Kerangka Berpikir untuk Pengujian di Indonesia	42
Gambar 2.2 Kerangka Berpikir untuk Pengujian di Malaysia	42
Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	79
Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas Setelah di Ln Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	80
Gambar 4.3 Hasil Uji Normalitas Setelah Mengeliminasi Data Outlier Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	81
Gambar 4.4 Hasil Uji Normalitas Setelah Mengeliminasi Data Outlier dan di Akar Kuadrat Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	82
Gambar 4.5 Hasil Uji Normalitas Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	83
Gambar 4.6 Hasil Uji Normalitas Setelah Ditransformasi ke dalam Bentuk Ln Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	84
Gambar 4.7 Hasil Uji Normalitas Setelah Mengeliminasi Data Outlier Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	85
Gambar 4.8 Hasil Uji Normalitas Setelah Mengeliminasi Data Outlier dan di Akar Kuadrat Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	86

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Nilai <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) Pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2015-2018	4
Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu	26
Tabel 3.1	Karakteristik Penentuan Sampel Penelitian	45
Tabel 3.2	Kajian Variabel Penelitian	46
Tabel 4.1	Hasil Uji Statistik Deskriptif Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	61
Tabel 4.2	Hasil Uji Statistik Deskriptif Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	66
Tabel 4.3	Hasil Uji <i>Chow</i> Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	71
Tabel 4.4	Hasil Uji <i>Chow</i> Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	72
Tabel 4.5	Hasil Uji <i>Hausman</i> Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	73
Tabel 4.6	Hasil Uji <i>Hausman</i> Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	74
Tabel 4.7	Hasil Uji <i>Lagrange Multiplier</i> Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	75
Tabel 4.8	Hasil Uji <i>Lagrange Multiplier</i> Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	76
Tabel 4.9	Hasil Uji Multikolinearitas Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	87
Tabel 4.10	Hasil Uji Multikolinearitas Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	88
Tabel 4.11	Hasil Uji Determinasi Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	89

Tabel 4.12 Hasil Uji Determinasi Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia.....	89
Tabel 4.13 Hasil Uji Statistik F Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	91
Tabel 4.14 Hasil Uji Statistik F Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia.....	91
Tabel 4.15 Hasil Uji Regresi Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia..	93
Tabel 4.16 Hasil Uji Regresi Perusahaan Manufaktur di Bursa Malaysia.....	96
Tabel 4.17 Hasil uji t Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	98
Tabel 4.18 Pengujian Hipotesis Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	101
Tabel 4.19 Hasil uji t Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia	101
Tabel 4.20 Pengujian Hipotesis Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Malaysia.....	103
Tabel 4.21 Pengujian Hipotesis di Indonesia dan Malaysia.....	100

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Sampel Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI dan Bursa Malaysia Periode 2015-2018	xvii
Lampiran 2	Data Penelitian Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI dan Bursa Malaysia Periode 2015-2018.....	xxiv
Lampiran 3	Hasil Uji Statistik Deskriptif	lxxiv
Lampiran 4	Hasil Uji <i>Chow</i>	lxxvi
Lampiran 5	Hasil Uji <i>Hausman</i>	lxxviii
Lampiran 6	Hasil Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	lxxxii
Lampiran 7	Hasil Uji Normalitas	lxxxiii
Lampiran 8	Hasil Uji Multikolinearitas.....	lxxxvii
Lampiran 9	Hasil Uji Regresi <i>Random Effect Model</i> (Uji Koefisien Determinasi, Uji F, Uji t Statistik)	lxxxviii

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) merupakan awal yang baru bagi Negara-negara ASEAN untuk mendapatkan lebih banyak kemudahan dan manfaat. Salah satu manfaatnya dalam bidang ekonomi. Sejak diberlakukan, MEA memberikan banyak kesempatan bagi pelaku bisnis di Indonesia untuk menjalin kerja sama dengan banyak pebisnis dari Negara lain. Hal ini memberikan dampak positif bagi pertumbuhan ekonomi Negara ASEAN. Pertumbuhan ekonomi suatu Negara biasanya dijadikan sebagai tolak ukur untuk mengetahui sejauh mana perkembangan ekonomi suatu Negara.

Kemajuan yang pesat dalam bidang ekonomi pada era globalisasi cukup berdampak besar pada perkembangan bisnis. Hal ini mendorong perusahaan untuk dapat bersaing secara kompetitif. Perusahaan harus dapat bertahan dalam menghadapi perkembangan bisnis yang semakin kompetitif ini dengan mengambil keputusan yang kreatif, inovatif, dan menguntungkan perusahaan. Salah satu cara agar dapat menghadapi persaingan bisnis ini adalah dengan cara menentukan pilihan struktur modal yang tepat. Komposisi struktur modal yang tepat akan membentuk struktur modal yang optimal dalam perusahaan sehingga berpengaruh pada biaya modal dan nilai perusahaan (Septanty et al., 2015).

Modal merupakan aspek yang paling penting dalam pengelolaan kegiatan operasional perusahaan dan perluasan usaha perusahaan. Modal sangat dibutuhkan untuk mempermudah perusahaan dalam mencapai tujuan utamanya yaitu untuk memperoleh laba. Menurut Ridloah (2010), modal perusahaan dapat bersumber dari dua sumber yaitu sumber internal maupun sumber eksternal. Sumber dana internal adalah dana yang dibentuk dan dihasilkan dari dalam perusahaan. Sumber dana internal merupakan sumber dana jangka panjang yang umumnya berasal dari laba ditahan, sedangkan sumber dana eksternal dapat berupa pinjaman jangka panjang maupun jangka pendek yang disediakan oleh pihak-pihak di luar perusahaan. Pinjaman biasanya berasal dari utang kreditur, penerbitan saham baru atau menjual obligasi. Setiap keputusan yang diambil mengenai sumber pendanaan akan memiliki dampak yang berbeda pada perusahaan. Apabila suatu perusahaan di dalam pemenuhan kebutuhan dananya lebih mengutamakan sumber pendanaan eksternal maka ketergantungan perusahaan kepada pihak luar akan semakin besar dan risiko keuangannya juga semakin besar.

Menurut Prihadi (2013) perusahaan selalu dalam pilihan untuk menentukan komposisi antara hutang dan modal. Struktur modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). DER merupakan rasio tingkat penggunaan hutang terhadap total *shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan. DER merupakan salah satu indikator kinerja keuangan. Kinerja keuangan adalah suatu analisis yang dilakukan untuk melihat sejauh mana suatu perusahaan telah melaksanakan dengan menggunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar.

Dasar keputusan pendanaan yang berkaitan dengan pemilihan sumber dana didasarkan pada *pecking order theory*. Teori Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memilih meminjam dana eksternal daripada menerbitkan ekuitas saham, pada saat dana internal tidak mampu mencukupi kebutuhan modal perusahaan.

Beberapa penelitian menyatakan bahwa perusahaan melakukan keputusan pendanaan sesuai dengan *pecking order theory*. Yulianto (2016) menemukan bahwa mayoritas perusahaan manufaktur di Indonesia menerapkan *pecking order theory* dalam menentukan keputusan pendanaan perusahaan. Febriana (2017) mendapatkan hasil temuan yang sama bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung menggunakan *pecking order theory* dalam keputusan pendanaan perusahaan. Namun fenomena terkait keputusan struktur modal yang terjadi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menjelaskan kondisi yang berbeda. Perusahaan dengan proporsi penggunaan hutang masih lebih banyak dibandingkan modal perusahaan. Hal itu ditunjukkan dari nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2015 hingga 2018 cenderung memiliki nilai DER lebih dari satu. Itu artinya bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki proporsi hutang yang lebih besar dari modal.

Tabel 1.1

**Nilai *Debt to Equity Ratio (DER)* Pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun
2015-2018**

Sektor	DER			
	2015	2016	2017	2018
Industri dasar dan kimia	1.68	1.48	-1.75	1.62
Aneka industri	1.11	1.67	1.71	1.68
Industri barang konsumsi	-0.3	0.97	0.89	1.06

Sumber : Data diolah dari Laporan Statistik *Fact Book* 2015-2018 BEI (2020)

Struktur modal merupakan perbandingan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Penentuan struktur modal bagi suatu perusahaan merupakan salah satu bentuk keputusan keuangan yang penting, karena keputusan ini dapat berpengaruh terhadap pencapaian tujuan manajemen keuangan perusahaan. Tujuan pokok manajemen struktur modal adalah menciptakan suatu bauran atau kombinasi sumber pembelanjaan permanen sedemikian rupa, sehingga mampu memaksimalkan harga saham perusahaan.

Setiap sumber modal yang digunakan akan menimbulkan biaya modal. Besaran proporsi antara pendanaan internal dan eksternal inilah yang harus dipertimbangkan oleh manajemen perusahaan. Manajemen perlu mempertimbangkan struktur modal yang optimal dengan mengeluarkan biaya modal minimal dan risiko yang minimal pula. Struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang dapat meminimumkan biaya modal rata-rata dan memaksimalkan nilai perusahaan

(Riyanto, 2010). Menurut Nisasmara & Musdholifah (2016) struktur modal optimal dapat memaksimalkan keseimbangan antara risiko dan *return*. Menurut Brigham & Houston (2006), struktur modal yang optimal perusahaan merupakan kombinasi utang dan ekuitas yang akan memaksimalkan harga saham. Krisnauli & Hadiprajitno (2014) menyatakan bahwa pemilihan struktur modal yang optimal mampu mengurangi terjadinya konflik yang terdapat diantara pemegang saham dan manajemen, karena keputusan yang diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber modal tersebut sangat dipengaruhi oleh para pemegang saham mayoritas.

Struktur modal merupakan hal yang sangat penting bagi perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi keuangan perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Perencanaan struktur modal yang baik akan memaksimalkan nilai perusahaan. Jika struktur modal perusahaan meningkat maka para investor akan yakin untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Sebaliknya, apabila struktur modal menurun maka para investor akan ragu untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Hal tersebut menunjukkan pentingnya melakukan keputusan struktur modal secara optimal.

Umur perusahaan juga dapat mempengaruhi perusahaan dalam kebijakan penentuan struktur modal yang optimal. Umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan perusahaan. Umur suatu perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan mampu bertahan dalam suatu industri dan mampu bersaing dengan kompetitor lainnya. Perusahaan yang berumur lebih tua cenderung memiliki

pengalaman yang lebih banyak daripada perusahaan yang baru berdiri. Perusahaan yang berumur lebih tua lebih mengetahui kebutuhan konstituennya atas informasi tentang perusahaan, utamanya dalam hal pelaporan keuangan.

Manajer dan pemegang saham memiliki tujuan dan kepentingan yang berbeda. Pemegang saham menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya manajer yang lebih mengetahui kondisi perusahaan akan berusaha mengambil keputusan yang memiliki risiko rendah untuk menunjukkan bahwa kinerjanya sebagai seorang manajer bagus, sehingga manajer mendapatkan *reward* yang besar.

Hubungan antara struktur modal dan *stakeholder* memicu perlunya sebuah mekanisme untuk mengontrol tindakan-tindakan yang dilakukan manajemen dalam mendukung kepentingan stakeholder. Salah satu mekanisme untuk memantau tindakan-tindakan manajemen dalam mendukung kepentingan *stakeholders* adalah *corporate governance* (Reminov & Hadiprajitno, 2015). Menurut Dwiridotjahjono (2009) bahwa apabila *corporate governance* diterapkan dapat menambah laba dan menaikkan nilai saham perusahaan. Selain itu, pada aspek sosial akan memberikan kontribusi dalam hal penyerapan kerja yang berdampak pada pemerataan pendapatan. Jika penerapan *corporate governance* terlaksana dengan baik, maka akan mengoptimalkan struktur modal perusahaan sekaligus dapat mengendalikan kinerja perusahaan.

Likuiditas juga dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam keputusan struktur modal. Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi

kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi cenderung tidak menggunakan pembiayaan yang berasal dari dana eksternal, karena perusahaan akan lebih mengutamakan menggunakan dana internal terlebih dahulu sebelum memutuskan menggunakan hutang dalam membiayai kegiatan operasionalnya.

Dalam penelitian ini akan dianalisis apakah terdapat pengaruh umur perusahaan, *corporate governance*, dan likuiditas terhadap struktur modal. *Corporate governance* dalam penelitian ini diproksikan dengan ukuran dewan direksi, proporsi dewan independen dan *dualism CEO*.

Umur perusahaan adalah lamanya perusahaan berdiri. Namun dalam penelitian ini pengukuran umur perusahaan didasarkan sejak perusahaan melakukan *Initial Public Offering* (IPO). Penelitian Nugroho (2014), Sulistyanto & Pangestuti (2018) mengungkapkan bahwa umur perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sari et al. (2015) dan Haron (2018) berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal bahwa perusahaan yang lebih tua memungkinkan memiliki reputasi yang lebih baik daripada perusahaan yang lebih muda karena mereka telah memiliki pengalaman dalam berbagai kondisi ekonomi. Perusahaan yang telah melalui berbagai kondisi tersebut menunjukkan adanya stabilitas dalam suatu manajemen perusahaan. Direksi cenderung menghindari proyek berisiko sehingga akan menggunakan lebih sedikit hutang. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Ahmad & Aris (2015), Nejad & Wasiuzzaman (2013) di Malaysia.

Dewan direksi merupakan pimpinan perusahaan yang dipilih oleh pemegang saham untuk mewakili kepentingan mereka dalam mengelola perusahaan (Septiani, 2013). Adanya dewan direksi di dalam perusahaan diharapkan dapat memonitor perilaku manajer agar bertindak sesuai arah dan tujuan perusahaan yang dapat memaksimalkan kepentingan para pemegang saham. Iryanti & Pangestuti (2014) menemukan hubungan negatif dan signifikan antara ukuran dewan direksi terhadap struktur modal, sedangkan penelitian yang dilakukan Dewi & Dewi (2018) menemukan hubungan positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Dewan independen adalah dewan yang tidak terlibat afiliasi dengan perusahaan (Ginting, 2015). Adanya dewan independen ini diharapkan dapat memperketat monitoring terhadap perilaku manajer untuk mencegah terjadinya konflik keagenan. Penelitian Rachmawati et al. (2017) mengungkapkan bahwa proporsi dewan independen berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Budiman & Helena (2017) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa proporsi independen berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Dualism CEO merupakan CEO yang sekaligus menjabat sebagai ketua dewan direksi yang ada di perusahaan. CEO yang sekaligus menjabat sebagai ketua dewan ini diharapkan dapat meningkatkan kebijaksanaan CEO dalam membuat keputusan yang mementingkan para pemegang saham karena CEO memiliki kontrol penuh terhadap keputusan yang diambil. Penelitian Gill et al. (2012) mengungkapkan bahwa *dualism* CEO berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal sedangkan

penelitian yang dilakukan oleh Njuguna & Obwogi (2015) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa *dualism* CEO berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Likuiditas merupakan sejauhmana kemampuan perusahaan dalam melunasi kebutuhan finansial jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi mencerminkan dana internal yang dimiliki cukup besar sehingga dapat mencukupi kebutuhan operasional perusahaannya sendiri. Hal ini akan berpengaruh pada struktur modal perusahaan. Penelitian Mikrawardhana et al. (2015) dan Ghasemi & Razak (2016) mengungkapkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Namun penelitian yang dilakukan oleh Dewiningrat & Mustanda (2018), Hardanti & Gunawan (2010) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Telaah terhadap riset-riset sebelumnya yang mengkaji tentang struktur modal, masih ditemukan adanya *research gap* yang meliputi perbedaan hasil diantara penelitian satu dengan penelitian lainnya. Paparan mengenai *research gap* dan dukungan teori yang dikemukakan di atas, menjadi latar belakang pengajuan riset ini. Berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal, riset ini dilakukan untuk membuktikan apakah *firm age* (umur perusahaan), *corporate governance* yang diproksikan dengan *board size*, *proportion independent board*, dan *dualism* CEO, serta variabel likuiditas berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan.

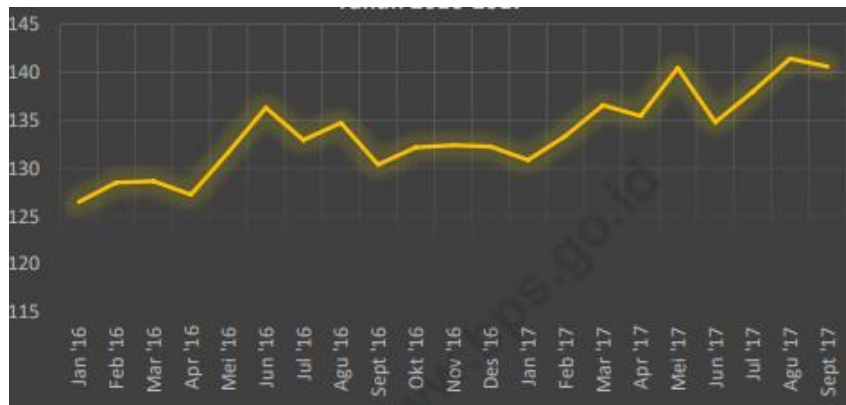
Penelitian ini mengambil topik mengenai struktur modal untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh umur perusahaan, *corporate governance*, dan likuiditas

terhadap struktur modal. Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia periode 2015-2018. Pada perusahaan manufaktur dana yang dibutuhkan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan lebih besar dibandingkan sektor lainnya, sehingga kebanyakan investor lebih tertarik untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan manufaktur. Objek penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia. Penelitian ini mengambil studi pada kedua bursa tersebut karena kedua Negara tersebut memiliki beberapa karakteristik yang relatif sama diantaranya kondisi ekonomi dan kebijakan perusahaan yang hampir sama karena keduanya merupakan Negara berkembang, sehingga dengan mengamati perbedaan kebijakan struktur modal antara perusahaan di Indonesia dan Malaysia diharapkan dapat memperkuat hasil penelitian.

Sektor industri manufaktur merupakan komponen utama dalam pembangunan ekonomi nasional. Berdasarkan kontribusi output sektor industri manufaktur selama periode Triwulan I-III Tahun 2017 berkisar 20 persen, menunjukkan bahwa sektor industri manufaktur menjadi *leading sector* yang memberikan sumbangan terbesar Produk Domestik Bruto (PDB) dibandingkan sektor lainnya. Sektor ini juga mampu memberikan kontribusi ekonomi yang besar dalam transformasi struktur ekonomi bangsa dari sektor pertanian ke arah sektor industri.

Gambar 1.1

Perkembangan Indeks Produksi Industri Manufaktur Besar dan Sedang Bulanan di Indonesia Tahun 2016-2017

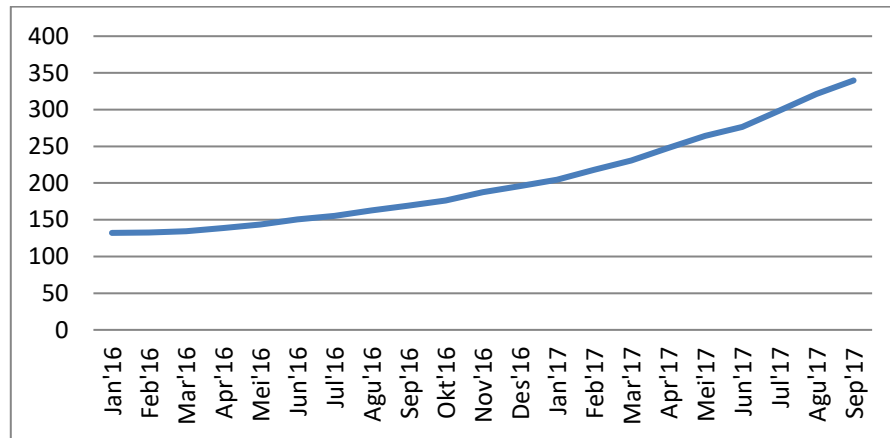


Sumber: Badan Pusat Statistik Indonesia (2017)

Berdasarkan gambar 1.1 Pertumbuhan indeks produksi manufaktur pada Januari 2016 hingga September 2017 terlihat berfluktuatif tiap bulannya. Namun indeks produksinya selalu berada di atas level 125. Indeks tertinggi terjadi pada Agustus 2017 yaitu sebesar 141,40 atau naik sebesar 4,96 persen dibandingkan dengan Agustus 2016. Meskipun besarnya nilai indeks produksi berfluktuatif, namun pertumbuhan indeks produksi manufaktur cenderung naik. Indeks produksi yang cenderung naik ini tentunya membutuhkan lebih banyak sumber pendanaan untuk kelangsungan proses produksi perusahaan.

Gambar 1.2

Perkembangan Indeks Produksi Industri Manufaktur Malaysia Tahun 2016-2017



Sumber: Departemen Statistik Malaysia (2017)

Berdasarkan gambar 1.2 Pertumbuhan indeks produksi manufaktur Malaysia pada Januari 2016 hingga September 2017 mengalami kenaikan setiap bulannya. Indeks produksinya selalu berada di atas level 130. Indeks tertinggi terjadi pada September 2017 yaitu sebesar 339.

Berdasarkan gambar 1.1 dan 1.2 pertumbuhan indeks produksi manufaktur di Indonesia dan Malaysia cenderung mengalami peningkatan selama tahun 2016-2017. Pertumbuhan indeks produksi yang terus mengalami kenaikan ini tentunya mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia memiliki tingkat produksi yang tinggi, sehingga membutuhkan lebih banyak sumber pendanaan untuk kelangsungan proses produksi perusahaan.

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka dapat diidentifikasi berbagai permasalahan yaitu:

1. *Pecking order theory* menyatakan bahwa keputusan pendanaan dilakukan dengan urutan sumber pendanaan internal melalui laba ditahan, kemudian utang, dan ekuitas saham. Fenomena pendanaan ditemukan bahwa perusahaan cenderung memilih sumber pendanaan utang dengan proporsi yang lebih banyak.
2. Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten terhadap faktor-faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal pada penelitian ini.

1.3 Cakupan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, peneliti memberi batasan masalah untuk menghindari meluasnya permasalahan dalam penelitian ini, yaitu pada faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yang lebih berfokus pada *firm age*, *corporate governance* dan likuiditas untuk mengamati faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan. Penelitian ini hanya berfokus pada variabel *firm age*, *corporate governance* yang diproksikan dengan *board size*, *proportion independent board*, dan *dualism CEO* serta likuiditas yang merupakan variabel independen pada penelitian ini. Objek yang diteliti dalam penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Malaysia dengan periode penelitian selama 4 tahun yaitu tahun 2015-2018.

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah dan cakupan masalah yang telah dijabarkan di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *firm age* (umur perusahaan) berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah *board size* (ukuran dewan direksi) berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?
3. Apakah *proportion independent board* (proporsi dewan independen) berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?
4. Apakah *dualism* CEO berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?
5. Apakah likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?
6. Apakah *firm age* (umur perusahaan) berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia?
7. Apakah *board size* (ukuran dewan direksi) berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia?
8. Apakah *proportion independent board* (proporsi dewan independen) berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia?
9. Apakah *dualism* CEO berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia?

10. Apakah likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia?

1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dijelaskan di atas, maka tujuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui apakah *firm age* (umur perusahaan) berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk mengetahui apakah *board size* (ukuran dewan direksi) berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
3. Untuk mengetahui apakah *proportion independent board* (proporsi dewan independen) berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
4. Untuk mengetahui apakah *dualism* CEO berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
5. Untuk mengetahui apakah likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
6. Untuk mengetahui apakah *firm age* (umur perusahaan) berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.
7. Untuk mengetahui apakah *board size* (ukuran dewan direksi) berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.

8. Untuk mengetahui apakah *proportion independent board* (proporsi dewan independen) berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.
9. Untuk mengetahui apakah *dualism* CEO berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.
10. Untuk mengetahui apakah likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.

1.6 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Bagi civitas akademika, penelitian ini dapat berguna sebagai sarana dalam menambah wawasan dan memperdalam pengetahuan mengenai struktur modal. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai referensi bagi peneliti yang akan melakukan penelitian yang masih terkait.

2. Manfaat Praktis

Adapun manfaat praktis yang diharapkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Bagi perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan pertimbangan bagi perusahaan dalam membuat keputusan terkait keputusan pendanaan yang optimal.

b. Investor

Penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan investor terkait kondisi keuangan perusahaan dilihat dari struktur modalnya dan sebagai referensi dalam mempertimbangkan keputusan investasi.

1.7 Orisinalitas Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah semakin banyak *insiders* di dalam perusahaan akan mempengaruhi pilihan struktur modal perusahaan utamanya perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia periode 2015-2018. Penelitian ini dilakukan dengan mengacu dari penelitian Kieschnick & Moussawi (2018) dan referensi penelitian-penelitian terdahulu lainnya yang melakukan penelitian tentang struktur modal yang menggunakan variabel-variabel independen yaitu *firm age*, *board size*, *proportion independent board*, *dualism CEO*, dan likuiditas. Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian Kieschnick & Moussawi (2018) dan penelitian terdahulu terletak pada variabel-variabel yang diteliti. Pada penelitian Kieschnick & Moussawi (2018) menggunakan tujuh variabel utama, namun dalam penelitian ini menggunakan lima variabel independen yaitu *firm age*, *board size*, *proportion independent board*, *dualism CEO*, dan likuiditas. Pada penelitian Kieschnick & Moussawi (2018) objek yang diteliti adalah perusahaan pada database Compustat di Amerika Serikat selama tahun 1996-2016. Namun dalam penelitian ini objek yang diteliti merupakan perusahaan manufaktur pada Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia selama periode 2015-2018.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teori Utama

2.1.1 *Pecking Order Theory*

Pecking order theory yang diungkapkan oleh Myers dan Majluf (1984) memiliki dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu dan tentang hierarki sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Kecenderungan dalam memilih sumber eksternal menurut Myers dan Majluf (1983) disebabkan karena adanya *asymmetric information* antara manajemen dan pemegang saham. *Asymmetric information* terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemegang saham. Adanya *asymmetric information* mengakibatkan terjadinya gap antara pengelola dan pemilik perusahaan yang memungkinkan terjadinya *moral hazard* pengelola.

Menurut Myers dan Majluf (1984) biaya-biaya dan keuntungan yang dapat mengarah pada munculnya suatu rasio target *leverage* berada pada urutan kedua. Pilihan pendanaan perusahaan digerakkan oleh biaya-biaya *adverse selection* yang timbul sebagai hasil *asymmetric information* antara manajer yang lebih mendapatkan informasi dengan investor yang kurang mendapatkan informasi. Biaya-biaya ini hanya keluar bila investor mendapatkan surat-surat berharga. Biaya tersebut lebih rendah untuk utang dibandingkan saham. Sebagai hasilnya perusahaan lebih

menyukai hutang dari pada saham ketika mereka harus mengeluarkan dana eksternal karena *cost of debt* dianggap lebih murah dari pada *cost of equity*.

Teori ini menyatakan bahwa pada umumnya penerbitan saham baru pada suatu perusahaan dinilai negatif oleh investor karena manajer cenderung menerbitkan saham baru ketika harga saham tersebut *overpriced*. Maka kemudian teori *pecking order* menyatakan bahwa untuk menghindari efek informasi dari penerbitan saham baru, perusahaan lebih memilih untuk menggunakan hutang daripada melakukan penawaran saham.

Menurut Myers (1996) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *pecking order theory* adalah : *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang), dan *equity* (modal sendiri). Teori *pecking order* mengindikasikan bahwa manajer akan lebih memilih jenis pendanaan yang paling murah. Pendanaan yang dipilih pertama kali bersumber dari laba ditahan yang dianggap sebagai sumber pendanaan yang paling murah karena tidak ada kewajiban bagi perusahaan untuk membayar return apapun atas penggunaan laba ditahan. Pada saat laba ditahan tidak mencukupi untuk mendanai operasi perusahaan, maka perusahaan kemudian menerbitkan hutang. Pada saat perusahaan tidak lagi dapat menambah lebih banyak hutang, perusahaan lalu menerbitkan ekuitas atau saham sebagai sumber pendanaan terakhir.

2.1.2 *Agency Theory*

Menurut Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan adalah sebagai kontrak, dimana satu atau beberapa orang (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan wewenang untuk mengambil keputusan kepada agen tersebut. Sehingga seorang agen itu ditunjuk oleh prinsipal untuk melaksanakan tugas-tugas tertentu dalam rangka menghasilkan keuntungan terbesar bagi prinsipal.

Agency theory menjelaskan tentang hubungan keagenan yang dapat terjadi ketika pihak prinsipal memberi kuasa kepada pihak agen untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingannya yang melibatkan pendelegasian beberapa otoritas pembuatan keputusan agen, yang nantinya keputusan yang dilakukan agen ini dapat meningkatkan kemakmuran prinsipal sebagai pemberi kuasa. Terpisahnya fungsi antara pemilik dengan manajemen memiliki dampak keleluasaan manajemen dalam memaksimalkan laba. Hal ini mengarah pada proses memaksimalkan kepentingan manajemen sendiri dengan biaya yang harus ditanggung oleh pemilik perusahaan. Peran agen (manajer) yang luas dalam pengelolaan perusahaan menimbulkan berbagai risiko bagi perusahaan. *Agency theory* memberikan pandangan bagi prinsipal maupun bagi pihak eksternal untuk melihat hubungan agen dan manajer dalam rangka menjalankan operasional perusahaan, juga mengurangi risiko-risiko yang berhubungan dengan perbedaan kepentingan dalam hubungan diantara prinsipal dan agen yang menyebabkan timbulnya *agency conflict*. Konflik keagenan (*agency conflict*) yaitu konflik yang terjadi antara para pemegang saham (*shareholders*)

dengan para manajer (*stakeholders*) merupakan konsep *freecash flow*. Konsep *freecash flow* melihat bahwa keputusan pendanaan dengan hutang (*debt financing*) merupakan bentuk usaha untuk mengatasi konflik keagenan atas *cash flow*, sehingga berdampak terhadap kinerja dan nilai perusahaan yang lebih baik (Prasetyo, 2013).

Pada hakikatnya teori keagenan memberikan pemahaman bahwa terdapat perbedaan tujuan antara agen dan prinsipal. Manajer diangkat dan diberikan kekuasaan oleh pemegang saham untuk merealisasikan tujuan perusahaan, sehingga diharapkan manajer dapat mengambil keputusan terbaik dalam hal pencapaian tujuan perusahaan sesuai dengan kepentingan para pemegang saham. Namun kenyataannya tidak selamanya manajer akan bertindak sesuai dengan tujuan utama perusahaan. Hal ini tidak lepas dari adanya kepentingan manajer secara pribadi (oportunistik) dalam perusahaan. (Khoiruddin & Noekent, 2011). Jika agen memiliki sifat oportunistik maka agen akan bertindak sesuai kemauannya dengan mengambil keputusan yang memiliki risiko rendah sedangkan prinsipal ingin agen bertindak sesuai keinginan prinsipal untuk mengambil risiko yang tinggi agar *return* yang didapat tinggi.

Upaya yang dapat dilakukan oleh perusahaan dalam mengatasi berbagai masalah keagenan yang terjadi karena perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen adalah dengan mengeluarkan *agency cost*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency cost* dapat dibagi menjadi tiga yaitu *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual cost*. *Monitoring cost* merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mengamati, mengontrol, serta membatasi perilaku agen agar tidak melakukan aktivitas yang merugikan prinsipal. *Bonding cost* merupakan biaya yang dikeluarkan

agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen bertindak sesuai kepentingan principal, sementara *residual cost* merupakan biaya yang dikeluarkan prinsipal berupa berkurangnya kemakmuran prinsipal akibat perbedaan keputusan agen dan keputusan prinsipal. Menurut Jensen (1986) salah satu cara untuk memperkecil biaya pengawasan yang ditanggung oleh pemegang saham adalah dengan melibatkan pihak ketiga dalam pengawasan tersebut. Untuk mengurangi *monitoring cost* dan memperoleh pendanaan, perusahaan akan menggunakan hutang sebagai alternatif pilihan.

Menurut Eisenhardt (1989) dalam Kholmi (2010) terdapat tiga asumsi sifat dasar manusia guna menjelaskan tentang teori agensi yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut maka manusia cenderung melakukan tindakan yang mengutamakan kepentingannya sendiri. Kecenderungan tersebut dapat menimbulkan *moral hazard*. *Moral hazard* terjadi ketika manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik untuk keuntungan pribadinya yang dapat mengakibatkan penurunan kesejahteraan pemilik. Manajer kemudian melakukan tindakan yang tidak berdasarkan pada kepentingan pemegang saham, namun bertujuan untuk memberikan keuntungan bagi kepentingannya sendiri.

Pelaksanaan *corporate governance* sebagai mekanisme yang mengatur dan mengendalikan perusahaan, guna menciptakan iklim perusahaan yang sesuai dengan

harapan *stakeholders*, dapat mengontrol perilaku manajemen agar dapat mengurangi kemungkinan terjadinya *moral hazard* dari manajer.

2.2 Kajian Variabel Penelitian

2.2.1 Struktur Modal

Menurut Weston & Copeland (1996) struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Sedangkan menurut Dewi & Dewi (2018) struktur modal adalah proporsi antara utang dengan ekuitas perusahaan. Struktur modal menunjukkan kerangka pendanaan perusahaan yang terdiri dari hutang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai operasional perusahaan dan pertumbuhan dengan menggunakan berbagai sumber dana. (Arulvel & Ajanthan, 2014).

Berdasarkan pengertian struktur modal dari beberapa pemikiran di atas dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah pengambilan keputusan komposisi modal atau perpaduan modal yang dapat bersumber dari pendanaan jangka panjang dan modal sendiri.

2.2.2 Firm Age (Umur Perusahaan)

Umur perusahaan adalah lamanya perusahaan berdiri. Penghitungan umur perusahaan bisa dilakukan sejak perusahaan berdiri atau pada saat perusahaan tersebut melakukan penawaran saham umum perdana. Namun dalam penelitian ini umur perusahaan dihitung sejak perusahaan melakukan *Initial Public Offering* (IPO). Umur perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tetap eksis dan mampu

bersaing, oleh karena itu, umur perusahaan dapat dikaitkan dengan kinerja keuangan suatu perusahaan. (Sari et al., 2015)

2.2.3 Corporate Governance

Corporate governance merupakan serangkaian mekanisme yang mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (CGPI, 2012). Tanggung jawab utama *good corporate governance* ada pada dewan direksi. Dewan direksi yang proaktif berpartisipasi dalam keputusan-keputusan strategis, mengajukan pertanyaan-pertanyaan manajemen yang tangguh, mengawasi rencana, keputusan, dan tindakan manajemen, dan memonitor perilaku etis, pelaporan keuangan, dan kepatuhan hukum, dapat sangat efektif dalam mewujudkan *good governance* dan melindungi kepentingan stakeholders. Pada penelitian ini variabel *corporate governance* diprosikan dengan *board size*, *proportion independent board*, dan *dualism CEO*.

2.2.3.1 Board Size

Menurut Krisnauli & Hadiprajitno (2014), dewan direksi merupakan orang yang diberikan tugas untuk menjalankan operasional di dalam perusahaan. Dewan direksi memiliki tanggung jawab penuh atas segala bentuk operasional dan kepengurusan perusahaan dalam rangka melaksanakan kepentingan pencapaian tujuan perusahaan. Besar kecil ukuran dewan direksi akan mempengaruhi bagaimana proses operasional perusahaan berjalan, sedangkan menurut Septiani (2013), dewan

direksi merupakan pimpinan perusahaan yang dipilih oleh pemegang saham untuk mewakili kepentingan mereka dalam mengelola perusahaan.

2.2.3.2 Proportion Independent Board

Dewan independen adalah anggota dewan yang tidak terlibat afiliasi dengan perusahaan (Ginting, 2015). Sedangkan menurut Pratiwi & Yulianto (2016) dewan komisaris independen merupakan pihak yang tidak memiliki hubungan dengan perusahaan yang diharapkan dapat bertindak secara independen dalam mengawasi tindakan manajerial di dalam perusahaan. Adanya dewan independen ini diharapkan dapat memperketat pengawasan terhadap perilaku manajer untuk mencegah terjadinya konflik keagenan.

2.2.3.3 Dualism CEO

Dualism CEO adalah adanya seseorang yang memiliki dua jabatan sekaligus yaitu sebagai ketua dewan direksi dan CEO. Struktur kepemimpinan *two-tier* adalah dimana ketua dewan direksi dan CEO dipegang oleh orang yang sama. Saat ketua dewan direksi dikontrol oleh CEO, maka pemisahan manajemen keputusan dengan manajemen kontrol akan terganggu. Adanya *dualism* CEO memungkinkan terjadinya pemusatan kekuasaan karena keputusan berada pada satu pihak..

2.2.4 Likuiditas

Likuiditas sering digunakan oleh perusahaan untuk mengetahui tingkat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Asset likuid

merupakan asset yang diperdagangkan di pasar aktif sehingga dapat dikonversi dengan cepat menjadi kas pada harga pasar yang berlaku (Brigham dan Houston, 2010). Menurut Achmad & Witiastuti (2018) likuiditas mengacu pada biaya dan bagaimana asset dapat dikonversi menjadi uang untuk memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan. Menurut Subramanyam (2012) likuiditas digunakan untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membiayai kemampuan finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Menurut Wibowo & Wartini (2012) kewajiban jangka pendek perusahaan terdiri dari utang usaha, wesel tagih jangka pendek, utang jatuh tempo yang kurang dari setahun dan beban-beban lainnya, sedangkan sumber daya jangka pendek terdiri dari kas, sekuritas, piutang usaha, dan persediaan.

2.3 Kajian Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1.	Sulistiyanto & Pangestuti (2018)	Analisis Pengaruh <i>Corporate Governance</i> dan ROA terhadap Struktur Modal dengan Variabel Kontrol <i>Tangibility Asset</i> dan	Dependen: Struktur Modal Independen: Umur Perusahaan, Ukuran Dewan, Rapat Komite Audit, Konsentrasi Kepemilikan, Profitabilitas	<i>Ordinary Least Squares Regression</i> (OLS)	1. Umur perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal 2. Ukuran dewan berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal

		<i>Market to Book Ratio</i>	Variabel Kontrol: <i>Tangibility Asset, Market to Book Ratio</i>		
2.	Nugroho (2014)	Analisis Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, dan Umur Perusahaan terhadap Struktur Modal Usaha Mikro Kecil dan Menengah Kerajinan Kuningan di Kabupaten Pati	Dependen: Struktur Modal Independen: Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Umur Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal
3.	Ahmad & Aris (2015)	<i>Does Age of the Firm Determine Capital Structure Decision? Evidence from Malaysian Trading and Service Sector</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Tangibility, Profitability, Firm Size, Firm Growth, Non-Debt Tax Shield, Earning Volatility, Liquidity, Firm Age</i>	<i>Pooled Ordinary Least Square (OLS)</i>	1. <i>Firm Age</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal
4.	Sari et al. (2015)	Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, <i>Non-Debt Tax Shield</i> dan Usia Perusahaan terhadap Struktur Modal	Dependen: Struktur Modal Independen: Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, <i>Non-Debt Tax Shield</i> dan Usia Perusahaan	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Usia perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.
5.	Dewi & Dewi (2018)	Pengaruh Praktek Tata Kelola Perusahaan	Dependen: Struktur Modal Independen:	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Ukuran Dewan Direksi berpengaruh positif signifikan

		terhadap Struktur Modal	Ukuran Dewan Direksi, Kepemilikan Institusional, Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial		terhadap Stuktur Modal 2. Komisaris Independen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Struktur Modal
6.	Sheikh & Wang (2012)	<i>Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, Outside Directors, Ownership Concentration, Managerial Ownership, director remuneration, CEO duality</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal 2. <i>CEO Duality</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal
7.	Magdalena et al. (2017)	<i>Influence of Firm Size and Board Size Towards Capital Structure Decision (Case Study: State-Owned Enterprise Bank In Indonesia)</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Firm Size, Board Size</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
8.	Abdlazez et al. (2019)	<i>The Relationship Between Malaysian Public-Listed Firms Corporate Governance and Their Capital Structure</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, CEO Duality, Ownership Structure, Board Meeting</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>CEO Duality</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
9.	Iryanti & Pangestuti (2014)	Pengaruh Corporate Governance terhadap	Dependen: Struktur Modal Independen:	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Ukuran Dewan Direksi berpengaruh negatif dan

		Struktur Modal	Ukuran Dewan Direksi, Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional		signifikan terhadap Struktur Modal 2. Komisaris Independen berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Struktur Modal
10.	Lusiana & Sudarma (2018)	<i>The Influence of Financial Performance and Corporate Governance Mechanism on Capital Structure</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Asset Structure, Firm Size, Profitability, Growth Sales, Board Size, Institutional Ownership</i>	<i>Linear Regression Analysis with the Random Effect Model Approach</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
11.	Purag et al. (2016)	<i>Corporate Governance and Capital Structure of Malaysian Family-Owned Companies</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, Board Composition, Board Financial Expertise, CEO duality, CEO tenure</i>	<i>Ordinary Least Squares Regression (OLS)</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. Board Composition berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 3. <i>CEO Duality</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
12.	Budiman & Helena (2017)	Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Struktur Modal dengan Kualitas Laporan Keuangan Sebagai	Dependen: Struktur Modal Independen: Ukuran Dewan, Komposisi Dewan, Konsentrasi Kepemilikan, Kepemilikan Manajerial,	<i>Multiple Linear Regression Analysis</i>	1. Ukuran Dewan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Struktur Modal 2. Komposisi Dewan berpengaruh positif dan signifikan

		Mediator Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia			terhadap Struktur Modal
13.	Kieschnick & Moussawi (2018)	<i>Firm Age, Corporate Governance, and Capital Structure Choices</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen <i>Firm Age, Board Size, Proportion Independent Board, G-Index, E-Index, Dual Class, CEO-Chair,</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Firm Age</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Board Size</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 3. <i>Proportion Independent Board</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 4. <i>CEO-Chair</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
14.	Saad (2010)	<i>Corporate Governance Compliance and the Effects to Capital Structure in Malaysia</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Dual Leadership, Board Size, Board Meeting</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Dual Leadership</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Board Size</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
15.	Njuguna & Obwogi (2015)	<i>Relationship Between Board Characteristics and Capital Structure Among Companies Listed In East</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, Independent Directors, Education</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Board Size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Independent Directors</i> berpengaruh

		<i>Africa</i>	<i>Diversity, CEO Duality</i>		positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 3. <i>CEO Duality</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
16.	Kajananthan, (2012)	<i>Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of the Srilankan Listed Manufacturing Companies</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Leadership Style, Board Committee, Board Size, Board Meeting, Board Composition</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Board Composition</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
17.	Wellalage & Locke (2012)	<i>Corporate Governance and Capital Structure Decision of Sri Lankan Listed Firms</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, Institutional Ownership, CEO Duality, Managerial Ownership, Non-executive Directors</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>CEO Duality</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 3. <i>Non-Executive Directors</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
18.	Gill et al. (2012)	<i>Corporate Governance and Capital Structure of Small Business Service Firms in India</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>CEO Tenure, CEO Duality, Board Size, Family</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>CEO Duality</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Board Size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
19.	Hafez (2017)	<i>Corporate</i>	Dependen:	<i>Multiple</i>	1. <i>Board Size</i>

		<i>Governance Practices and Firm's Capital Structure Decisions: An Empirical Evidence of An Emerging Economy</i>	<i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, Institutional Investors, Governmental Ownership, External Auditor, Ownership Concentration</i>	<i>Regression Analysis</i>	berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
20.	Buvanendra et al. (2017)	<i>Firm Characteristics , corporate governance and capital structure Adjustments : A Comparative Study of Listed Firms in Sri Lanka dan India</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Profitability, Size, Growth, Tangibility, Non-debt Tax Shield, Board Size, Percent of Non-executive Directors, CEO-Chairman Duality, Family Ownership, Percent of Directors Compensation</i>	<i>Dynamic Panel Data Estimators: System GMM Estimator</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> di Sri Lanka dan India 2. <i>Percent of Non-executives Director</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> di Sri Lanka dan India 3. <i>CEO-Chairman Duality</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> di Perusahaan yang Terdaftar di Sri Lanka 4. <i>CEO-Chairman Duality</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> di Perusahaan yang Terdaftar di India
21.	Nejad & Wasiuzzaman (2013)	<i>The Empirical Analysis of Capital Structure Determinants- Evidence From Malaysia</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Growth Opportunities, Profitability, Risk, Size, Tangibility,</i>	<i>Ordinary Least Square (OLS)</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Age</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital</i>

			<i>Ownership, Board Size, Non-Debt Tax Shields (NDTS), Age, Firm Liquidity, Dividend, Tax</i>		<i>Structure</i> 3. <i>Firm Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
22.	Chin & Zakaria (2017)	<i>Board Characteristics and Capital Structure of Malaysia Consumer Products Sector</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, Board Independence, Board Meeting, Firm age, Firm Size, Firm Growth, Firm Profitability</i>	<i>Pooled Regression</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Board Independence</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 3. <i>Firm Age</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
23.	Haron (2018)	<i>Firm Level, Ownership Concentration and Industry Level Determinants of Capital Structure in An Emerging Market: Indonesia Evidence</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Non Debt Tax Shield (NDTS), Firm Size, Business Risk, Tangibility, Liquidity, Profitability, Intangibility, Growth, Age, Share Price Performance, Ownership Concentration, Munificence, Industry Dynamism, Industry Concentration</i>	<i>Ordinary Least Square (OLS)</i>	1. <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Age</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
24.	Elbekpashy & Elgiziry (2018)	<i>Investigating the Impact of Firm Characteristics</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen:	<i>Ordinary Least Square (OLS)</i>	1. <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap

		<i>on Capital Structure of Quoted and Unquoted SMEs</i>	<i>Tangibility, Firm Size, Profitability, Liquidity, Growth, Firm Age, Ownership Structure,</i>		<i>Leverage</i> 2. <i>Firm Age</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Leverage</i>
25.	Dewiningrat & Mustanda (2018)	Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Struktur Aset terhadap Struktur Modal	Dependen: Struktur Modal Independen: Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal
26.	Mikrawardhana et al. (2015)	Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Struktur Modal Perusahaan Multinasional (Studi Pada Perusahaan Multinasional yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013)	Dependen: Struktur Modal Independen: Profitabilitas dan Likuiditas	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal
27.	Hardanti & Gunawan (2010)	Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko, dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal	Dependen: Struktur Modal Independen: <i>Size</i> , Profitabilitas, Risiko, Pertumbuhan Penjualan	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal
28.	Suherman, et al. (2019)	Pengaruh Struktur Aset, Likuiditas, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan	Dependen: Struktur Modal Independen: Struktur Aset, Likuiditas, Profitabilitas Moderasi: Ukuran Perusahaan	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal
29.	Ramli &	<i>Determinants</i>	Dependen:	<i>Multiple</i>	1. <i>Liquidity</i>

	Affandi (2015)	<i>of Capital Structure of Industrial Product Sector in Malaysia</i>	<i>Capital Structure</i> Independen: <i>Liquidity, Tangibility, Size of Firm, Profitability</i>	<i>Regression Analysis</i>	berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
30.	Ghasemi & Razak (2016)	<i>The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Liquidity</i>	<i>Pooled OLS</i>	1. <i>Liquidity</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
31.	Wahab & Ramli (2014)	<i>The Determinants of Capital Structure: An Empirical Investigation of Malaysian Listed Government Linked Companies</i>	Dependen: <i>Leverage</i> Independen: <i>Tangibility, Firm Size, Liquidity, Profitability, Interest Rate, Economic Growth Rate (EGRW), Industry Effect</i>	<i>Pooled Regression</i>	1. <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>leverage</i>
32.	Hussain & Miras (2015)	<i>The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food Producing Companies</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Profitability, Size, Growth Opportunities, Liquidity, Asset Tangibility</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
33.	Heng & Azrbaijani, (2012)	<i>Boards of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies</i>	Dependen : <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, Non-Executive Director, Independent Non-Executive Directors, CEO Duality</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Independent Non-Executive Directors</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 3. <i>CEO Duality</i> berpengaruh negatif tidak signifikan

					terhadap <i>Capital Structure</i>
34.	Bulan & Yuyetta (2014)	Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap <i>Capital Structure</i> (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: Ukuran Direksi, Remunerasi Direksi, Rapat Direksi, Komite Audit	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Ukuran Direksi berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
35.	Rachmawati et al. (2017)	Analisis Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Struktur Modal Perusahaan	Dependen: Struktur Modal Independen: Dewan Direksi, Komisaris Independen, Kepemilikan Instiusional, Kepemilikan Manajerial, Remunerasi	Analisis Regresi Linear Berganda	1. Dewan Direksi berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal 2. Komisaris Independen berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal
36.	Zabri et al. (2016)	<i>Corporate Governance Practices and Firm's Capital Structure</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board Size, Board Independence</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Board Size</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> 2. <i>Board Independence</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
37.	Wahidah & Ardiansari, (2019)	<i>The Effect of Board of Commissioners and Independent Commissioners on Agency Cost Through Capital Structure</i>	Dependen: <i>Capital Structure</i> Independen: <i>Board of Commissioners, Independent Commissioners</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	1. <i>Independent Commissioners</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>

2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis

2.4.1 Pengaruh *Firm Age* terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang berumur lebih tua atau perusahaan yang sudah lebih dahulu melakukan IPO lebih memungkinkan untuk memiliki reputasi yang berpengaruh pada nama baik yang telah dibangun selama bertahun-tahun. Perusahaan yang berumur memungkinkan memiliki reputasi yang lebih baik karena mereka telah memiliki pengalaman dalam menghadapi berbagai kondisi ekonomi yang berbeda-beda.

Teori struktur modal menjelaskan bahwa semakin tua umur perusahaan, justru perusahaan akan mengurangi sumber pendanaan eksternal berupa hutang. Hal itu dilakukan untuk mengurangi dari risiko gagal bayar perusahaan. Teori ini juga menyatakan bahwa perusahaan yang lebih muda akan memiliki jumlah utang yang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang sudah berumur.

Penelitian Haron (2018) mengungkapkan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Semakin tua umur perusahaan maka perusahaan akan lebih memilih mengurangi sumber pendanaan eksternal yang berasal dari hutang. Perusahaan yang berumur lebih tua memiliki banyak pengalaman dalam menghadapi berbagai kondisi ekonomi sehingga memungkinkan memiliki reputasi yang lebih baik dibanding perusahaan berumur muda. Namun penelitian yang dilakukan Nugroho (2014) dan Sulistyanto & Pangestuti (2018) menemukan bahwa umur perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Perusahaan yang telah melalui berbagai kondisi tersebut menunjukkan adanya stabilitas dalam suatu manajemen perusahaan. Reputasi berpengaruh terhadap nama baik perusahaan yang telah dibangun bertahun-tahun. Direksi yang bertugas menangani hal yang berkaitan dengan reputasi perusahaan cenderung bertindak lebih hati-hati dan menghindari proyek berisiko. Direksi akan mendukung proyek-proyek yang lebih aman sehingga akan menggunakan lebih sedikit hutang.

2.4.2 Pengaruh *Board Size* terhadap Struktur Modal

Adanya dewan direksi di dalam perusahaan diharapkan dapat memonitoring perilaku manajer agar bertindak sesuai arah dan tujuan perusahaan yang dapat memaksimalkan kepentingan para pemegang saham. *Agency theory* menjelaskan bahwa semakin besar jumlah dewan direksi maka pengendalian operasional perusahaan akan semakin efektif. Adanya dewan direksi di dalam perusahaan dapat meminimalisir tindakan agen untuk melakukan tindakan oportunistik yang dapat merugikan para pemegang saham sehingga dapat mencegah terjadinya konflik keagenan.

Iryanti & Pangestuti (2014), Magdalena et al. (2017), Nejad & Wasiuzzaman (2013) menemukan hubungan negatif signifikan antara ukuran dewan direksi terhadap struktur modal, sedangkan penelitian yang dilakukan Gill et al. (2012) dan Dewi & Dewi (2018) menemukan hubungan positif dan signifikan terhadap struktur modal. Semakin besar jumlah dewan direksi dalam suatu perusahaan maka hutang perusahaan akan semakin besar.

Jumlah dewan direksi yang banyak dapat memonitor dan mengontrol tindakan manajer agar tidak melakukan perbuatan yang bersifat oportunistik. Semakin besar dewan direksi, mereka mempunyai jaringan yang besar, keahlian yang lebih besar sesuai bidangnya sehingga tata kelola perusahaan menjadi lebih baik, dan memberikan kepercayaan di mata investor untuk meminjamkan dananya bagi perusahaan.

2.4.3 Pengaruh *Proportion Independent Board* terhadap Struktur Modal

Adanya dewan independen ini diharapkan dapat memperketat pengawasan terhadap perilaku manajer untuk mencegah terjadinya konflik keagenan. Menurut Wardoyo & Veronica (2013) komisaris independen merupakan komisaris yang tidak memiliki kepentingan bisnis yang substansial di dalam perusahaan.

Menurut *agency theory*, semakin banyak proporsi dewan independen yang dimiliki perusahaan akan membuat fungsi *monitoring* pada perusahaan semakin kuat, sehingga dapat meningkatkan kredibilitas perusahaan untuk menjamin dana eksternal dari pihak kreditur dengan menggunakan hutang.

Penelitian Purag et al. (2016) mengungkapkan bahwa proporsi dewan independen berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Budiman & Helena (2017) dan Heng & Azrbaijani (2012) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa proporsi dewan independen berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Dewan independen di dalam perusahaan merupakan dewan yang tidak memiliki hubungan afiliasi dengan perusahaan. Adanya dewan independen di dalam

perusahaan lebih memungkinkan untuk mengontrol tindakan manajemen dalam melakukan *good corporate governance*. Jumlah dewan independen yang tinggi lebih aktif memonitor manajemen dan menambah sumber pendanaan perusahaan eksternal.

2.4.4 Pengaruh *Dualism* CEO terhadap Struktur Modal

Adanya *dualism CEO* di dalam perusahaan akan membuat keputusan strategis hanya berpusat pada satu orang yaitu pada CEO yang sekaligus menjabat sebagai ketua dewan direksi. CEO yang sekaligus menjabat sebagai ketua dewan ini diharapkan dapat meningkatkan kebijaksanaan CEO dalam membuat keputusan yang mementingkan para pemegang saham karena CEO memiliki kontrol penuh terhadap keputusan yang diambil. Namun hal ini juga dapat menimbulkan konflik keagenan karena kekuasaan berpusat pada satu orang.

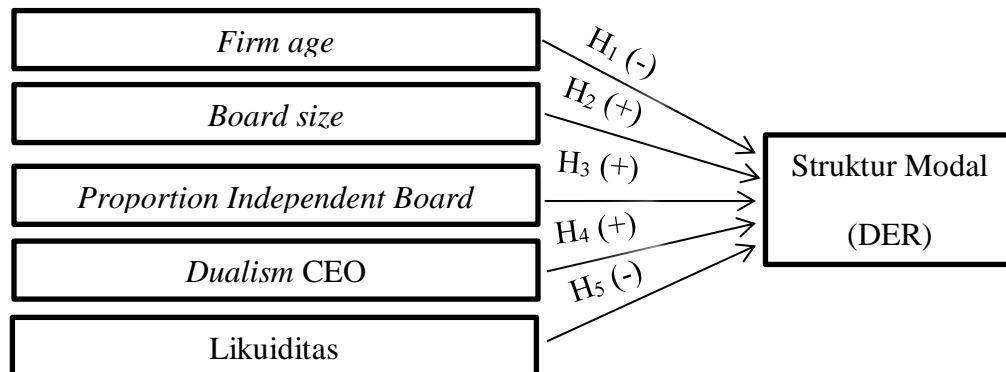
Teori keagenan menjelaskan bahwa konflik antara pemegang saham dan manajemen dapat dikurangi dengan memisahkan tugas-tugas manajemen dan kontrol keputusan. CEO memiliki tanggung jawab utama untuk memulai dan melaksanakan keputusan-keputusan strategis sementara dewan memiliki tanggung jawab untuk mendukung dan memantau keputusan CEO. Namun menyerahkan kedua tugas untuk CEO mungkin melemahkan pengawasan dewan direksi. Pemimpin dengan kebijaksanaan yang lebih besar akan lebih mampu untuk melaksanakan keputusan strategis dan menguatkan pengawasan dewan direksi. Penelitian yang dilakukan Gill et al. (2012) menunjukkan bahwa *dualism* CEO berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Namun berdasarkan penelitian Buvanendra et al. (2017) *dualism* CEO berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

2.4.5 Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

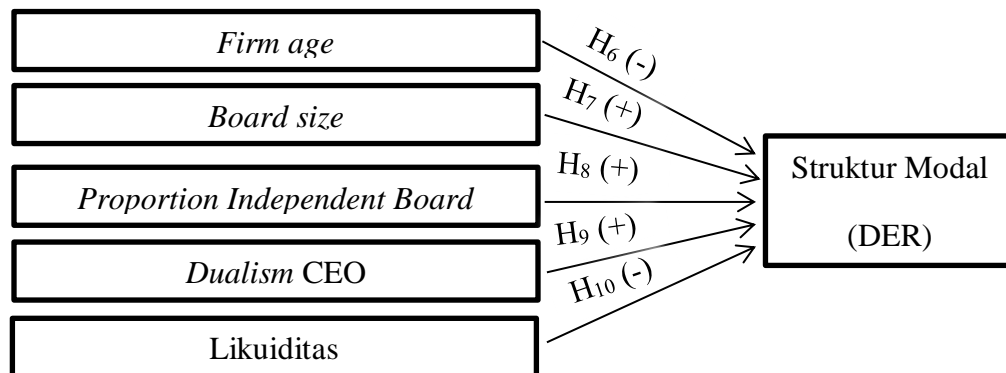
Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban finansial jangka pendeknya pada saat jatuh tempo. Likuiditas memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal. Likuiditas pada penelitian ini diproksikan dengan *current ratio*. Menurut Rahmawati & Khoiruddin (2017) semakin besar *current ratio*, semakin besar juga tingkat jaminan atas terbayarnya kewajiban lancar perusahaan. Pada saat likuiditas perusahaan tinggi maka perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya, sehingga perusahaan akan mengurangi penggunaan dana eksternal.

Tingkat likuiditas yang tinggi menceminkan perusahaan memiliki dana internal yang cukup untuk membiayai operasional perusahaan, sehingga akan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini sejalan dengan teori *pecking order* bahwa semakin tinggi likuiditas perusahaan maka penggunaan struktur modal semakin berkurang, karena perusahaan sudah memiliki dana internal yang cukup untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Suherman et al. (2019) menunjukkan hasil bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Dewiningrat & Mustanda (2018) dan Hardanti & Gunawan (2010) menunjukkan hasil bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal di Indonesia. Selain itu, penelitian yang dilakukan di Malaysia oleh Wahab & Ramli (2014), Hussain & Miras (2015), Ahmad & Aris (2015) menunjukkan hasil yang serupa bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Gambar 2.1
Kerangka Berpikir untuk Pengujian di Indonesia



Gambar 2.2
Kerangka Berpikir untuk Pengujian di Malaysia



2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan uraian tinjauan pustaka dan kerangka berpikir yang telah dijelaskan di atas, maka dapat disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1 : *Firm age* berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

- H2 : *Board size* berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
- H3 : *Proportion independent board* berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
- H4 : *Dualism CEO* berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
- H5 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
- H6 : *Firm age* berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.
- H7 : *Board size* berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.
- H8 : *Proportion independent board* berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.
- H9 : *Dualism CEO* berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.
- H10 : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia.

BAB V

PENUTUP

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan Bursa Malaysia selama periode 2015-2018 dapat disimpulkan:

1. *Firm age* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI, sehingga hipotesis pertama pada penelitian ini diterima.
2. *Board size* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI, sehingga hipotesis kedua pada penelitian ini diterima.
3. *Proportion independent board* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI, sehingga hipotesis ketiga pada penelitian ini ditolak.
4. *Dualism CEO* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI, sehingga hipotesis keempat pada penelitian ini ditolak.

5. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI, sehingga hipotesis kelima pada penelitian ini diterima.
6. *Firm age* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia, sehingga hipotesis keenam pada penelitian ini ditolak.
7. *Board size* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia, sehingga hipotesis ketujuh pada penelitian ini diterima.
8. *Proportion independent board* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia, sehingga hipotesis kedelapan pada penelitian ini ditolak.
9. *Dualism CEO* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia, sehingga hipotesis kesembilan pada penelitian ini diterima.
10. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Malaysia, sehingga hipotesis kesepuluh pada penelitian ini diterima.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, adapun saran yang dapat diberikan sebagai berikut:

1. Secara Teoritis

Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan dapat mengembangkan penelitian serupa dengan menambah variabel lain ataupun dengan menambahkan variabel kontrol di dalam penelitian. Hal ini dikarenakan pada penelitian ini hanya variabel *board size* dan likuiditas yang secara konsisten berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di BEI dan Bursa Malaysia.

2. Secara Praktis

a. Bagi perusahaan

Bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, disarankan kepada manajer perusahaan agar memperhatikan umur perusahaan, ukuran dewan direksi, dan likuiditas perusahaan dalam menentukan keputusan struktur modalnya. Sementara bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Malaysia disarankan kepada manajer perusahaan agar memperhatikan ukuran dewan direksi, *dualism* CEO, dan likuiditas perusahaan dalam menentukan struktur modalnya. Hal ini dikarenakan variabel-variabel tersebut menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal.

b. Bagi investor

Investor diharapkan dapat bersikap bijak dalam berinvestasi atau menanamkan dananya dalam suatu perusahaan. Beberapa hal yang perlu diperhatikan berdasarkan hasil penelitian di BEI adalah semakin bertambah umur perusahaan maka semakin rendah tingkat hutang yang

dimiliki perusahaan, semakin banyak dewan direksi perusahaan maka semakin tinggi tingkat hutang yang dimiliki perusahaan, semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin rendah tingkat hutang perusahaan. Sedangkan hal yang perlu diperhatikan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Malaysia adalah semakin banyak dewan direksi maka semakin tinggi tingkat hutang yang dimiliki perusahaan, pada saat dewan direksi merangkap jabatan sebagai CEO maka semakin tinggi tingkat hutang perusahaan, semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan maka semakin rendah tingkat hutang yang dimiliki perusahaan. Itulah beberapa hal yang perlu diperhatikan oleh investor dalam mempertimbangkan keputusan investasi di suatu perusahaan. Hal ini dilakukan agar investor terhindar dari risiko kerugian di masa depan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdlazez, F. A., Lasyoud, A. A., & Boshanna, A. (2019). The Relationship between Malaysian Public-Listed Firms, Corporate Governance, and Their Capital Structure. *Corporate Ownership & Control*, 16(3), 97–112. <https://doi.org/10.22495/cocv16i3art9>
- Achmad, I. N., & Witiastuti, R. S. (2018). Underpricing, Institutional Ownership and Liquidity Stock of IPO Companies in Indonesia. *Management Analysis Journal*, 7(3), 280–291.
- Ahmad, N., & Aris, Y. B. W. (2015). Does Age of the Firm Determine Capital Structure Decision? Evidence from Malaysian Trading and Service Sector. *International Business Management*, 9(3), 200–207. <https://doi.org/10.3923/ibm.2015.200.207>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis (Dilengkapi Aplikasi SPSS dan Eviews)*. Depok: PT Raja Grafindo Persada.
- Brigham, & Houston. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (Edisi 10). Jakarta: Salemba Empat.
- Budiman, J., & Helena. (2017). Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Struktur Modal dengan Kualitas Laporan Keuangan sebagai Mediator pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Manajemen Maranatha*, 16(2), 187–202.
- Bulan, F., & Yuyetta, E. N. A. (2014). Pengaruh Corporate Governance terhadap Capital Structure (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Diponegoro Journal of Accounting*, 03(02), 1–12.

- 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>
- Chin, K. Y., & Zakaria, Z. (2017). Board Characteristics and Capital Structure of Malaysia Consumer Products Sector. *The International Journal of Banking and Finance*, 13(1), 71–94.
- Dewi, N. K. E., & Dewi, S. K. S. (2018). Pengaruh Praktek Tata Kelola Perusahaan terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(9), 5139–5167. <https://doi.org/https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i09.p19>
- Dewiningrat, A. I., & Mustanda, I. K. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Struktur Aset terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(7), 3471–3501. <https://doi.org///doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i07.p2>
- Elbekpashy, M. S., & Elgiziry, K. (2018). Investigating the Impact of Firm Characteristics on Capital Structure of Quoted and Unquoted SMEs. *Accounting and Finance Research*, 7(1), 144–160. <https://doi.org/10.5430/afr.v7n1p144>
- Febriana, D., & Yulianto, A. (2017). Pengujian Pecking Order Theory di Indonesia. *Management Analysis Journal*, 6(2), 153–165.
- Ferdinand, A. (2014). *Metode Penelitian Manajemen*. Semarang: BP Universitas Diponegoro.
- Ghasemi, M., & Razak, N. H. A. (2016). The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 8(10), 130–139. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n10p130>
- Ghazali, I., & Ratmono, D. (2013). *Analisis Multivariant dan Ekonometrika: Teori*,

konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8. Semarang: Universitas Diponegoro.

Ghozali, I. (2009). *Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.

Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23* (Edisi 8). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan Eviews 10* (Edisi 2). Semarang: Badan Penerbit Undip.

Gill, A., Biger, N., Mand, H. S., & Shah, C. (2012). Corporate Governance and Capital Structure of Small Business Service Firms in India Corporate Governance and Capital Structure of Small Business Service Firms in India. *Journal of Economics and Finance*, 4. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n8p83>

Hafez, H. M. (2017). Corporate Governance Practices and Firm ' s Capital Structure Decisions : An Empirical Evidence of An Emerging Economy, 6(4), 115–129. <https://doi.org/10.5430/afr.v6n4p115>

Hardanti, S., & Gunawan, B. (2010). Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko, dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi Dan Investasi*, 11(2), 148–165.

Haron, R. (2018). Firm Level , Ownership Concentration and Industry Level Determinants of Capital Structure in An Emerging Market: Indonesia Evidence. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 127–151.

Hatem, B. S. (2017). Influence of Debt Maturity on Firm Performance : An International Comparison. *International Journal of Economics and Finance*,

9(5), 106–113. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n5p106>

Heng, T. B., & Azrbajani, S. (2012). Board of Directors and Capital Structure : Evidence from Leading Malaysian Companies. *Asian Social Science*, 8(3), 123–136. <https://doi.org/10.5539/ass.v8n3p123>

Hussain, S. S., & Miras, H. (2015). The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food Producing Companies. *International Journal of Accounting and Business Management*, 3(1), 138–161. <https://doi.org/10.24924/ijabm/2015.04/v3.iss1/138.161>

Iryanti, I., & Pangestuti, I. R. D. (2014). Pengaruh Corporate Governance terhadap Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2014), 1–17.

Jensen, M. dan Meckling, W. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Finance Economics*, 3, 305–360.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*, 76(2), 323–329.

Kajanathan, R. (2012). Effect of Corporate Governance on Capital Structure : Case of the Srilankan Listed Manufacturing Companies.

Khoiruddin, M., & Noekent, V. (2011). Meminimumkan Agency Problem dan Agency Cost dengan Menggunakan Konsep Islam tentang Perusahaan: Antara Teori dan Praktik. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, 1(2), 149–167.

Kholmi, M. (2010). Akuntabilitas Dalam Perspektif Teori Agensi. *Jurnal Ekonomika-Bisnis*, 02(02), 357–369.

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>

- Krisnauli, P., & Hadiprajitno, B. (2014). Struktur Kepemilikan terhadap Agency Cost (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2012). *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(2), 1–13.
- Lusiana, E., & Sudarma, E. (2018). The Influence of Financial Performance and Corporate Governance Mechanism on Capital Structure. *Management Analysis Journal*, 7(4), 400–413.
- Magdalena, P. H., Pangemanan, S. S., & Tulung, J. E. (2017). Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Ukuran Dewan terhadap Keputusan Struktur Modal (Studi Kasus : Bank Umum Badan Usaha Milik Negara di Indonesia). *Jurnal EMBA*, 5(3), 3835–3844.
- Mikrawardhana, M. R., Hidayat, R. R., & Azizah, D. F. (2015). Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Multinasional (Studi Pada Perusahaan Multinasional Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 28(2), 1–7.
- 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, 187–221.
- Nejad, N. R., & Wasiuzzaman, S. (2013). The Empirical Analysis of Capital Structure Determinants – Evidence From Malaysia. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, (74), 466–474.
- Nisasmara, P. W., & Musdholifah. (2016). Cash Holding, Good Corporate Governance and Firm Value. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 7(36), 117–128.
- 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.

Nugroho, N. C. (2014). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, dan Umur Perusahaan terhadap Struktur Modal Usaha Mikro Kecil dan Menengah Kerajinan Kuningan di Kabupaten Pati. *Management Analysis Journal*, 3(2), 1–5.

Prasetyo, T. (2013). Jurnal Dinamika Manajemen. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 10–22.

Pratiwi, R., & Yulianto, A. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Komisaris Independen terhadap Biaya Keagenan Perusahaan yang Masuk dalam Indonesia Most Trusted Companies. *Management Analysis Journal*, 5(3), 215–228.

Prihadi, T. (2013). *Analisis Laporan Keuangan Teori dan Aplikasi*. Jakarta: PPM.

Purag, M. Bin, 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.

Rachmawati, E. N., Sari, R. I., & Putra, A. A. (2017). Analisis Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Ekonomi KIAT*, 28(1), 1–18.

Rahmawati, D., & Khoiruddin, M. (2017). Management Analysis Journal. *Management Analysis Journal*, 6(1), 1–12.

Ramli, N. M., & Affandi, S. (2015). Determinants of Capital Structure of Industrial Product Sector in Malaysia. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 5(7), 27–32.

Reminov, M. M., & Hadiprajitno, P. B. (2015). Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di

- Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2011-2013), 4, 1–11.
- Ridloah, S. (2010). Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik pada Perusahaan Multifinansial. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 1(2), 144–153.
- Riyanto, B. (2010). *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan* (Edisi IV). Yogyakarta: BPFE.
- Saad, N. M. (2010). Corporate Governance Compliance and the Effects to Capital Structure in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 2(1), 105–114.
- Saarani, A. N., & Shahadan, F. (2013). The Comparison of Capital Structure Determinants between Small and Medium Enterprises (SMEs) and Large Firms in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 5(1), 22–32.
- Sanusi, A. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sari, M. D., Djumahir, & Djazuli, A. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aset, Non-Debt Tax Shield dan Usia Perusahaan terhadap Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di BEI). *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 20(1), 22–32.
- Septantya, A., Dzulkirom, M., & Azizah, D. F. (2015). Penentuan Struktur Modal yang Optimal dalam Rangka Meningkatkan Nilai Saham Perusahaan (Studi pada PT . Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 29(1), 10–18.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of Corporate Governance on Capital Structure : Empirical Evidence from Pakistan. *Corporate Governance*, 12(5), 629–641. <https://doi.org/10.1108/14720701211275569>

- Suherman, Purnamasari, R., & Murdiyati, U. (2019). Pengaruh Struktur Aset, Likuiditas, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 9(2), 369–381.
- Sulistyanto, B. W., & Pangestuti, I. R. D. (2018). Analisis Pengaruh Corporate Governance dan ROA terhadap Struktur Modal dengan Variabel Kontrol Tangibility Asset dan Market to Book Ratio. *Diponegoro Journal of Management*, 7(4), 1–9.
- Wahab, S. N. A. A., & Ramli, N. A. (2014). The Determinants of Capital Structure : An Empirical Investigation of. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(4), 930–945.
- Wahidah, S. A., & Ardiansari, A. (2019). The Effect of Board of Commissioners and Independent Commissioners on Agency Cost Through Capital Structure. *Management Analysis Journal*, 8(1), 13–24.
- Wahyudin, A. (2015). *Metodologi Penelitian*. Semarang: Unnes Press.
- Wardoyo, & Veronica, T. M. (2013). Pengaruh Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility & Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(2), 132–149.
- Wellalage, N. H., & Locke, S. (2012). Corporate Governance and Capital Structure Decision of Sri Lankan Listed Firms, (July).
- Wibowo, A., & Wartini, S. (2012). Jurnal Dinamika Manajemen. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 3(1), 49–58.
- Winarno, W. W. (2015). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews* (Edisi Keem). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Yulianto, A., Suseno, D. A., & Widiyanto, W. (2016). Testing pecking order theory

and trade off theory models in public companies in Indonesia. *International Journal of Economic Perspectives*, 10(4), 21–28.

Zabri, S. M., Yusoff, W. F. W., Ramin, A. K., & Ling, K. S. S. (2016). Zabri et al (2016).pdf. *International Business Management*, 10(17), 3973–3981.