

CORPORATE GOVERNANCE DAN KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Manufacturing Companies in Indonesia

Nurul Kamila^{1*}

¹Universitas Bina Insani, Bekasi, Jawa Barat, Indonesia

*email:
nurulkamila@binainsani.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah tata kelola perusahaan seperti *gender diversity*, *board size* dan *board independence*, serta karakteristik perusahaan seperti profitabilitas mempengaruhi keputusan struktur modal. Penelitian ini menggunakan data panel dari 55 perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia dari 2014 hingga 2021. Pada penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi *random effect* untuk menguji hipotesis, hasil penelitian ini adalah variabel *gender diversity*, *board size* dan *board independence* serta profitabilitas mempengaruhi *leverage* secara signifikan. Untuk variabel tata kelola perusahaan yaitu *gender diversity* berpengaruh negatif pada *leverage*, *board size* berpengaruh positif, *board independence* berpengaruh positif dan variabel karakteristik perusahaan yaitu profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*. Penemuan ini menunjukkan bahwa perusahaan harus berhati-hati dalam keputusan struktur modal untuk menghindari risiko dari gagal bayar selain itu menawarkan dukungan kepada manajer perusahaan dan investor dalam membentuk dan mengharapkan struktur modal yang optimal dan kepada pembuat kebijakan dan regulator untuk mengembangkan dukungan kelembagaan untuk meningkatkan efektivitas mekanisme tata kelola perusahaan

Kata Kunci:

Struktur Modal
Tata Kelola Perusahaan
Keragaman Gender
Dst

Keywords:

Leverage
Corporate Governance
Gender Diversity

Abstract

Write This study aims to determine whether corporate governance such as gender diversity, board size and board independence, as well as company characteristics such as profitability affect capital structure decisions. This study uses panel data from 55 manufacturing sector companies listed on the Indonesian stock exchange from 2014 to 2021. This study uses a random effect regression analysis technique to test the hypothesis, the results of this study are the variables gender diversity, board size and board independence and profitability affect leverage significantly, for corporate governance variables, namely gender diversity has a negative effect on leverage, board size has a positive effect, board independence has a positive effect and the company's characteristic variable, namely profitability, has a negative effect on leverage. These findings suggest that companies should be careful in capital structure decisions to avoid the risk of default in addition to offering support to company managers and investors in establishing and expecting an optimal capital structure and to policy makers and regulators to develop institutional support to increase the effectiveness of the corporate governance mechanism.



©2024 The Authors. Published by Institute for Research and Community Services Universitas Muhammadiyah Palangkaraya. This is Open Access article under the CC-BY-SA License (<http://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>).

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan menurut teori perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan tersebut. Memaksimalkan nilai perusahaan merupakan hal yang sangat penting bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan maka akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Hirdinis, 2019). Struktur modal perusahaan merupakan proporsi dari utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan merupakan salah satu tujuan dari manajemen struktur modal (Danso et al., 2019).

Diskusi ilmiah yang luas mengenai struktur modal dimulai dengan teori Modigliani-Miller (MM). Meskipun banyak asumsi Modigliani dan Miller secara empiris tidak

tinggi, manajer berada di bawah tekanan tinggi untuk lebih berkonsentrasi pada investasi yang menguntungkan agar dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk pembayaran bunga.

Lebih banyak utang menurunkan biaya agensi ekuitas atau membujuk prinsipal untuk melakukan lebih banyak demi kepentingan pemegang saham. Dalam hal ini, manajer kurang mampu berkonsentrasi pada tujuan pribadi mereka, oleh karena itu *leverage* cenderung memiliki pengaruh positif pada nilai perusahaan melalui pengurangan biaya agensi ekuitas. Namun, utang dapat memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena meningkatkan biaya keagenan utang (Becker et al., 2011). Pemberi pinjaman cenderung membutuhkan tingkat bunga yang superior untuk mengimbangi risiko tinggi yang terlibat dengan *leverage* perusahaan yang tinggi. Singkatnya, teori keagenan

mengharapkan hubungan yang signifikan antara struktur modal dan kinerja perusahaan (SC Myers, 1977).

Tata kelola perusahaan dipandang sebagai suatu mekanisme yang mempengaruhi profitabilitas dan nilai perusahaan selain itu juga sebagai instrumen untuk menghalangi konflik keagenan. Karena tata kelola perusahaan dirancang untuk menyelaraskan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham, sistem tata kelola perusahaan yang berfungsi dengan baik akan membuat perusahaan bergerak ke arah yang diinginkan pemegang saham (Liao et al., 2015).

Menurut teori keagenan serta teori ketergantungan sumber daya, keragaman dapat meningkatkan kemampuan pemantauan dewan dan proses pengambilan keputusan yang memengaruhi hasil perusahaan. Ketertarikan pada keragaman *gender* pada dewan dikarenakan adanya literatur yang menyatakan bahwa perbedaan laki-laki dan wanita perihal penghindaran risiko, terlalu percaya diri serta *mutual trust*, dan bahwa perbedaan tersebut secara signifikan akan mempengaruhi keputusan keuangan (Adusei & Obeng, 2019). Temuan tersebut menimbulkan pertanyaan apakah perbedaan *gender* dapat diamati pada hierarki perusahaan yang tinggi dan dengan demikian, berdampak pada pendapatan perusahaan dan alokasi sumber daya.

Keragaman *gender* dianggap sebagai salah satu karakteristik penting dari dewan yang efektif (Milliken & Martins, 1996). Representasi perempuan dalam tim manajemen puncak memperluas pengetahuan kolektif kelompok dan menawarkan jaringan sosial dan pengalaman budaya yang berbeda dengan menantang asumsi yang dianut oleh pria (Bass, 2019). Dengan kehadiran dewan direksi wanita dapat meningkatkan diskusi dan pertukaran ide di antara kelompok serta lebih mandiri, rajin, dan bertanggung jawab (Li & Li, 2020).

Penelitian yang dilakukan oleh Usman et al. (2019) tentang kehadiran perempuan di ruang rapat terkait dengan biaya utang perusahaan. Hasilnya menyatakan bahwa perusahaan dengan dewan direksi yang memiliki keberagaman *gender* dapat meminjam dengan biaya yang lebih rendah. Dalam hal ini, kehadiran perempuan di dewan berkontribusi dalam meningkatkan tingkat tata kelola yang baik, yang pada gilirannya meningkatkan efek dari mekanisme tata kelola pada keputusan strategis, termasuk struktur modal. Schopohl et al. (2021) melakukan pemeriksaan mengenai perilaku pengambilan risiko manajer wanita dan pengaruh *gender* terhadap kebijakan perusahaan pada perusahaan terbuka di Inggris menunjukkan bahwa pimpinan wanita diasosiasikan dengan *leverage* yang lebih rendah.

Pertanyaan yang memotivasi di balik penelitian ini adalah untuk menemukan pentingnya tata kelola perusahaan dan dampaknya terhadap keputusan struktur modal. Studi ini juga berusaha untuk menyelidiki dan memberikan bukti empiris tentang pengaruh keragaman *gender*, *board size*, *board independence*, dan profitabilitas pada *leverage* dari pasar negara berkembang seperti di Indonesia. Sektor manufaktur dipilih dalam penelitian ini karena merupakan sektor industri yang berkontribusi besar pada pertumbuhan ekonomi di Indonesia, dan kompleksitas sektor industri yang dimiliki oleh sektor manufaktur, selain itu pada sektor manufaktur

untuk menjalankan kegiatan perusahaan membutuhkan modal yang cukup tinggi

METODOLOGI

1. Sampel dan pengumpulan Data

Teknik penelitian yang digunakan pada penelitian ini yaitu *non-probability sampling* yang merupakan teknik pengambilan sampel dimana elemen populasi yang dijadikan sampel penelitian tidak diberikan peluang atau kesempatan yang sama. Dalam pemilihan anggota sampel, peneliti menggunakan *judgement sampling* yaitu yang hanya memenuhi kriteria-kriteria tertentu saja (Cooper et al., 2006). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2021, sedangkan kriteria sampel pada penelitian ini yaitu perusahaan yang memiliki kelengkapan data selama tahun 2014-2021 terhadap variabel penelitian pada Thomson Reuters Data Stream dan laporan tahunan. Dari kriteria-kriteria tersebut maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 55 perusahaan.

2. Variabel Penelitian

2.1 Variabel dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *leverage* yang didapat dari nilai buku rasio debt.

$$LEV_{it} = \frac{Total\ Aset_{it}}{Total\ Debt_{it}}$$

2.2 Variabel Independen

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel tata kelola perusahaan dan karakteristik perusahaan.

(1) Gender Diversity

$$GEN_{it} = \frac{Total\ Direksi\ Wanita_{it}}{Board\ Size_{it}}$$

(2) Board Size

BSIZE_{it} = Jumlah dewan direksi pada perusahaan

(3) Board Independence

$$BIND_{it} = \frac{Direktur\ Independen_{it}}{Board\ Size_{it}}$$

(4) Profitability

$$PROFIT_{it} = \frac{EBIT_{it}}{Total\ Aset_{it}}$$

3 Hipotesis Penelitian

3.1 Gender Diversity

Keragaman *gender* di lingkungan bekerja telah menjadi topik pembicaraan yang ramai diangkat, dan adanya kepercayaan bahwa direktur wanita akan meningkatkan peran direksi secara efektif (Detthamrong et al., 2017). Sebagai negara pertama yang menetapkan jumlah direktur wanita di dewan direksi, Norwegia mewajibkan perusahaan harus memiliki setidaknya 40% perempuan di dewan direksi. Menurut Zelechowski & Bilimoria (2004) Direktur wanita cenderung mendukung manajemen perusahaan dengan menggunakan keterampilan dan pengetahuan mereka tentang hukum, manajemen sumber daya manusia, komunikasi, dan hubungan masyarakat lebih dari direktur pria. Penelitian yang dilakukan oleh Nguyen et al (2021) dan A.A Zaid et al. (2020) menemukan adanya hubungan yang positif diantara *gender diversity* dengan *leverage*, namun penelitian yang dilakukan Loukil & Yousfi (2016) dan Schicks

(2014) meunjukkan adanya hubungan yang negatif yang beranggapan bahwa direktur pria akan lebih *risk taker* dibandingkan dengan direktur wanita sehingga direktur wanita. Sehingga pada penelitian variabel ini adalah:

H1: *Gender Diversity* memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*

3.2 Board Size

Di dalam *corporate governance*, direksi merupakan salah satu peran penting untuk mengetahui apakah praktik tata kelola telah berjalan dengan baik, para direksi melakukan pengawasan pada kegiatan operasional perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Nguyen et al. (2021) dan A.A Zaid et al. (2020) menyatakan bahwa adanya hubungan positif diantara jumlah direksi dengan *leverage*, perusahaan akan memiliki lebih banyak kemampuan untuk meningkatkan dana dari sumber eksternal jika memiliki jumlah direksi yang besar, sehingga *board size* pada penelitian ini memiliki hipotesis:
H2: *Board Size* memiliki pengaruh positif terhadap *leverage*

3.3 Board Independence

Board independence dapat mengurangi *agency cost* diantara para manajer dan shareholder (Fama & Jensen, 1983). Dengan adanya komposisi direksi independen mengindikasikan bahwa adanya transparansi sehingga memiliki pengurangan dari informasi asimetri. Direktur independen memiliki pengetahuan atau informasi yang memungkinkan perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang lebih tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Nguyen et al. (2021) dan (A.A Zaid et al. (2020) menemukan adanya hubungan yang positif diantara *board independence* dengan *leverage*, sehingga pada penelitian ini *board independence* memiliki hipotesis:
H3: *Board Independence* memiliki pengaruh positif terhadap *leverage*

3.4 Profitability

Berdasarkan *pecking order theory* perusahaan yang memiliki keuntungan yang tinggi akan melakukan pendanaan keuangan dengan menggunakan *retained earning* utang atau ekuitas. Penelitian yang dilakukan oleh Nguyen et al. (2021), A.A Zaid et al. (2020), Detthamrong et al. (2017), dan Siromi & Chandrapala (2017) menemukan bahwa adanya pengaruh negatif diantara *profitability* dan *leverage*. Dari pernyataan tersebut maka variabel *profitability* pada penelitian ini memiliki hipotesis:
H4: *Profitability* memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*

4 Model Penelitian

Untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan dan *corporate governance* pada keputusan pendanaan perusahaan, data pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2014-2021. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh A.A Zaid et al. (2020), penelitian ini menggunakan metode regresi linier berganda untuk data panel, peneliti juga melakukan uji pemilihan model dalam data panel. Sesuai dengan hipotesis, model yang telah dikembangkan untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 GEN_{it} + \beta_2 BSIZE_{it} + \beta_3 BIND_{it} + \beta_4 PROFIT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana LEV adalah proksi untuk variabel dependen yaitu rasio dari total debt terhadap total aset untuk perusahaan i pada waktu t, sedangkan proksi variabel penjelas untuk *corporate governance* yaitu *Gender Diversity* (GEN), *Board Size* (BSIZE) dan *Board Independence* (BIND), dan untuk karakteristik perusahaan yaitu *Profitability* (Profit).

HASIL DAN PEMBAHASAN

I. Statistika Deskriptif

Statistik deskriptif yang dapat dilihat pada Tabel I, dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini untuk variabel LEV memiliki rata-rata sebesar 0.2211, dan untuk nilai maksimum yaitu sebesar 0.6741 dimiliki oleh perusahaan PT Indomobil Sukses Internasional Tbk pada tahun 2019, sedangkan nilai minimum adalah sebesar 0.0010 dimiliki oleh PT Intanjaya Internasional Tbk yang memiliki tren jumlah debt semakin menurun dibandingkan dengan total asetnya yang meningkat, dan memiliki jumlah aset yang sangat besar jika dibandingkan dengan rendahnya jumlah utang yang dimiliki. Pada variabel *gender diversity* jumlah minimum adalah perusahaan sama sekali tidak memiliki *board* wanita dan jumlah maksimal suatu perusahaan dalam memiliki anggota direksi wanita adalah setengahnya dari semua anggota direksi

Tabel I. Statistika Deskriptif

	Mean	Median	Max.	Min.	Std. Dev.
LEV	0.2211	0.2176	0.6741	0.0010	0.1626
GEN	0.1258	0.1053	0.5	0	0.1195
BSIZE	10.4273	10	28	4	4.0067
BIND	0.2651	0.2500	0.6667	0.1071	0.0995
PROFIT	0.0975	0.0790	0.6063	-0.2737	0.0922

Board size memiliki rata-rata sebesar 10.4273, nilai maksimum 28 dan minimum 4 yang mengimplikasikan bahwa suatu perusahaan paling banyak memiliki 28 direksi dan paling rendah 4 direksi. Variabel *board independence* memiliki rata-rata sebesar 0.2651, untuk nilai maksimum sebesar 0.6667 yang mengimplikasikan jumlah *board* yang independent paling banyak adalah 2/3 dari keseluruhan *board*, sedangkan nilai minimum adalah 0.1071. Variabel *profitability* memiliki rata-rata sebesar 0.0973, untuk nilai minimum sebesar -0,2737 dimiliki oleh PT Sepatu Bata Tbk pada tahun 2020, pada tahun tersebut perusahaan mengalami kerugian yang diakibatkan oleh pandemi COVID-19 yang berdampak pada industri ritel yaitu gerai toko yang ditutup dan permintaan terhadap alas kaki menurun, sedangkan nilai maksimum sebesar 0.6063 dimiliki oleh PT Unilever Indonesia Tbk pada tahun 2018.

Korelasi antar variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 2, pada table tersebut semua variabel independen yaitu *gender diversity*, *board size*, *board independence* dan *profitability* tidak

menunjukkan adanya kolinearitas dikarenakan pada setiap variabel nilainya tidak lebih dari 0,8, dengan demikian dapat dilakukan regresi dengan variabel-variabel tersebut.

Tabel II. Correlation

	GEN	BSIZE	BIND	PROFIT
GEN	1			
BSIZE	-0.2438	1		
BIND	0.04347	-0.2414	1	
PROFIT	0.07117	0.11985	0.11812	1

2. Pemilihan Metode

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel, untuk mendapatkan model regresi yang tepat maka akan dilakukan dua uji, yaitu uji F-stat (Uji Chow) dan Uji Hausman. Uji Chow dilakukan untuk menentukan model yang sesuai antara *pooled least square* dengan *fixed effect model*, dari hasil Uji Chow yang telah dilakukan pada Eviews 10 yang didapatkan adalah nilai *Prob Cross-section F* sebesar 0.0000, yang menunjukkan nilai yang kurang dari pvalue 1% maka menolak hipotesis H0, sehingga metode yang sesuai adalah *fixed effect model*

3. Hasil Regresi

Hasil regresi menggunakan analisis data panel yaitu model *random effect model* dengan menggunakan metode regresi linear berganda dapat dilihat pada Tabel 3. Variabel *gender diversity* memiliki *p-value* sebesar 0.0293 yang menunjukkan bahwa dengan tingkat keyakinan sebesar 95% variabel tersebut signifikan terhadap variabel dependen, sehingga H1 diterima. Pada variabel *gender diversity* koefisien yang negative, hal ini menunjukkan bahwa direksi wanita cenderung *risk-averse* dalam pengambilan keputusan untuk menggunakan utang dan untuk mengurangi resiko gagal bayar, dengan alasan untuk menghindari resiko dari pembiayaan maka direksi wanita akan menggunakan lebih sedikit hutang daripada direktur pria yang cenderung *risk-taker*. Penemuan ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Usman et al. (2019), Loukil & Yousfi, (2016), Schicks (2014) dan Maxfield et al. (2010).

Tabel III. Hasil Regresi

Variabel Dependen: Leverage (LEV)		
Variabel	Coefficient	Prob.
GEN	-0.135043	0.0293**
BSIZE	0.007736	0.0014**
BIND	0.147085	0.0308**
PROFIT	-0.321483	0.0001**
Number of observation	440	
R-squared	0.059268	
Adjusted R-squared	0.050618	
Signifikan pada $\alpha = 1\%$ (*)		
Signifikan pada $\alpha = 5\%$ (**)		
Signifikan pada $\alpha = 10\%$ (***)		

Variabel *board size* memiliki *p-value* sebesar 0.0014 yang menunjukkan bahwa dengan tingkat keyakinan sebesar

95% variabel tersebut signifikan terhadap variabel dependen, sehingga H1 diterima. Pada variabel *Board Size* memiliki koefisien yang positif, hal ini menunjukkan bahwa ukuran board yang lebih besar akan memiliki jaringan yang lebih luas pada pihak eksternal sehingga akan memiliki kemampuan untuk mendapatkan dana eksternal yang lebih besar, selain itu board yang lebih besar akan memiliki kemampuan yang lebih besar dalam melakukan pemantauan dari kegiatan operasional perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Amin et al. (2022), (Feng et al., 2020), A.A Zaid et al., (2020) dan Detthamrong et al. (2017).

Variabel *board independence* memiliki *p-value* sebesar 0.0308 yang menunjukkan bahwa dengan tingkat keyakinan sebesar 95% variabel tersebut signifikan terhadap variabel dependen, sehingga H1 diterima Koefisien dari variabel *board independence* adalah positif, hal ini menunjukkan bahwa jumlah direktur independen yang lebih besar akan meningkatkan transparansi dan kepercayaan kepada kreditor untuk meminjamkan dananya ke perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Amin et al. (2022), Bajagai et al., (2019), Pham & Nguyen (2020), A.A Zaid et al., (2020) dan Detthamrong et al., (2017).

Variabel *profitability* memiliki *p-value* sebesar 0.0001 yang menunjukkan bahwa dengan tingkat keyakinan sebesar 95% variabel tersebut signifikan terhadap variabel dependen, sehingga H1 diterima. Koefisien dari variabel *profitability* adalah negatif, yang mengimplikasikan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat probabilitas yang tinggi akan menggunakan dana internal terlebih dahulu dibandingkan dengan menggunakan dana eksternal sehingga mendukung *pecking order theory*. Hal ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Sewpersadh (2019), A.A Zaid et al. (2020) dan Siromi & Chandrapala, (2017).

KESIMPULAN

Tata Kelola perusahaan sebagai salah satu unsur yang penting dalam keputusan strategi perusahaan termasuk keputusan struktur modal. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah *gender diversity*, *board size*, *board independence* memiliki pengaruh pada keputusan struktur modal. Penelitian ini mencakup perusahaan sektor manufaktur dalam kurun waktu selama 8 tahun, 2014-2022. Dari hasil penelitian didapatkan bahwa semua variabel berpengaruh secara signifikan, untuk variabel tata Kelola perusahaan yaitu *gender diversity* berpengaruh negatif pada *leverage*, *board size* berpengaruh positif, *board independence* berpengaruh positif dan variabel karakteristik perusahaan yaitu profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*. Penemuan ini menunjukkan bahwa perusahaan harus berhati-hati dalam keputusan struktur modal untuk menghindari resiko dari gagal bayar. Selain itu, mekanisme tata kelola perusahaan dan kebijakan terkait sangat penting dalam keputusan struktur modal seperti keberagaman gender, ukuran direksi dan anggota direksi yang independent terhadap keputusan struktur modal dan kepada pembuat kebijakan dan regulator untuk mengembangkan dukungan kelembagaan untuk meningkatkan efektivitas mekanisme tata kelola perusahaan.

REFERENSI

- A.A Zaid, M., Wang, M., T.F. Abuhijleh, S., Issa, A., W.A. Saleh, M., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(5), 939–964. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>
- Amin, A., ur Rehman, R., Ali, R., & Mohd Said, R. (2022). Corporate Governance and Capital Structure: Moderating Effect of Gender Diversity. *SAGE Open*, 12(1). <https://doi.org/10.1177/21582440221082110>
- Bajagai, R. K., Keshari, R. K., Bhetwal, P., Sah, R. S., & Jha, R. N. (2019). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Nepalese listed companies. In *Business governance and society* (pp. 399–419). Springer.
- Becker, B., Allen, B., Ayotte, K., Baird, D., Baldwin, C., Bouvard, M., Chemmanur, T., Coates, J., Desai, M., Edmans, A., Gilson, S., Gormley, T., Graveline, J., Huang, R., Kacperczyk, M., Leary, M., & Lemmon, M. (2011). *Fiduciary Duties and Equity-Debtholder Conflicts*.
- Cooper, D. R., Schindler, P. S., & Sun, J. (2006). *Business research methods* (Vol. 9). Mcgraw-hill New York.
- Danso, A., Lartey, T., Fosu, S., Owusu-Agyei, S., & Uddin, M. (2019). Leverage and firm investment: the role of information asymmetry and growth. *International Journal of Accounting and Information Management*, 27(1), 56–73. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2017-0127>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(July), 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 28(4), 759–783. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77–132). Gower.
- Liao, L. K. C., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2), 169–192. <https://doi.org/10.1111/jfir.12057>
- Loukil, N., & Yousfi, O. (2016). Does gender diversity on corporate boards increase risk-taking? *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 33(1), 66–81. <https://doi.org/10.1002/cjas.1326>
- Maxfield, S., Shapiro, M., Gupta, V., & Hass, S. (2010). Gender and risk: Women, risk taking and risk aversion. *Gender in Management*, 25(7), 586–604. <https://doi.org/10.1108/17542411011081383>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nguyen, T., Bai, M., Hou, Y., & Vu, M. C. (2021). Corporate governance and dynamics capital structure: evidence from Vietnam. *Global Finance Journal*, 48(April 2019), 100554. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100554>
- Pham, H. S. T., & Nguyen, D. T. (2020). The effects of corporate governance mechanisms on the financial leverage–profitability relation: Evidence from Vietnam. *Management Research Review*, 43(4), 387–409. <https://doi.org/10.1108/MRR-03-2019-0136>
- SC Myers. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X77900150>
- Schicks, J. (2014). Over-indebtedness in microfinance - An empirical analysis of related factors on the borrower level. *World Development*, 54, 301–324. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2013.08.009>
- Sewpersadh, N. S. (2019). A theoretical and econometric evaluation of corporate governance and capital structure in JSE-listed companies. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(5), 1063–1081. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2018-0272>
- Siroimi, B., & Chandrapala, P. (2017). The effect of corporate governance on firms' capital structure of listed companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(2), 19–33. <https://doi.org/10.7441/joc.2017.02.02>
- Usman, M., Farooq, M. U., Zhang, J., Makki, M. A. M., & Khan, M. K. (2019). Female directors and the cost of debt:

does gender diversity in the boardroom matter to lenders? *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374–392.
<https://doi.org/10.1108/MAJ-04-2018-1863>

Zelechowski, D. D., & Bilimoria, D. (2004). Characteristics of women and men corporate inside directors in the US. In *Corporate governance: an international review* (Vol. 12, Issue 3, pp. 337–342). Wiley Online Library.