

Pengaruh *CEO Female*, *CEO Tenure*, *Profitability* dan *Business Risk* terhadap *Capital Structure* pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019

Muhammad Rifki Septiawan

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, Indonesia
Email: rifkim91@gmail.com

Gatot Nazir Ahmad

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, Indonesia
Email: gnahmad@unj.ac.id

Destria Kurnianti

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, Indonesia
Email: destria@unj.ac.id

ABSTRACT

This study looks at how the influence of CEO Female, CEO Tenure, Profitability and Business Risk on the capital structure of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2014-2019. The dependent variable in this study is the capital structure. The independent variables in this research are CEO Female, CEO Tenure, Profitability, and Business Risk. The research sample is manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2014-2019. The total sample is 768 samples from 128 companies. The analysis used is panel data analysis using the common effect model. The results of this study are female CEOs (CEO Female) do not have a significant influence on the company's capital structure, the tenure of a CEO (CEO Tenure) has a significant influence on the company's capital structure, the level of profitability does not have a significant effect on the company's capital structure. The level of business risk has no significant effect on the company's capital structure
Keyword: Capital Structure, CEO tenure, Profitability, Business Risk, Manufacture

ABSTRAK

Penelitian ini melihat bagaimana pengaruh *CEO Female*, *CEO Tenure*, *Profitability* dan *Business Risk* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2019. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah struktur modal. Variabel Bebas dalam penelitian ini ada *CEO Female*, *CEO Tenure*, Profitabilitas, dan *Business Risk*. Sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2019. Total sampel sebanyak 768 sample dari 128 perusahaan. Analisis yang digunakan adalah analisis data panel yang menggunakan *common effect model*. Hasil penelitian ini ialah *CEO Perempuan (CEO Female)* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan, Lama jabatan seorang *CEO (CEO Tenure)* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Tingkat profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Tingkat risiko bisnis tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan

Kata kunci: CEO Female, CEO Tenure, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Struktur Modal

PENDAHULUAN

Perusahaan manufaktur pada tahun 2019 mengalami pertumbuhan 4,01 persen dibandingkan dengan tahun 2018. Menurut data dari Badan Pusat Statistik (BPS), terdapat

pertumbuhan produksi industri manufaktur besar dan sedang triwulan IV tahun 2019 di Indonesia. Data Bursa Efek Indonesia menyatakan bahwa terdapat 195 perusahaan yang bergerak pada bidang manufaktur yang meliputi sektor *Miscellaneous Industry*, sektor *Basic Industry and Chemical*, dan *Consumer goods Industry*. Dalam melihat bagaimana struktur modal suatu perusahaan, salah satunya dengan cara melihat nilai *Debt-to-Equity Ratio* (DER) yang dihitung dengan cara membandingkan utang (*debt*) dengan ekuitas (*equity*). Berikut adalah data rata-rata DER perusahaan bidang manufaktur yang terdapat di bursa efek yang menunjukkan bahwa terdapat volatilitas atas data tersebut. Nampak pada *Miscellaneous Industry* tahun 2018 terdapat rasio DER sebesar -0,59 yang berarti nilai utangnya lebih tinggi dari nilai ekuitasnya yang negatif. Terlihat juga rasio DER 35,54 pada *Miscellaneous Industry* tahun 2017 yang dapat diartikan nilai utangnya jauh lebih tinggi 35 kali dibanding ekuitas yang dimiliki perusahaan di sektor tersebut. Pada sektor *Basic Industry and Chemical* pun tahun 2014 dengan nilai DER 0,78 dapat diartikan bahwa di tahun itu jumlah *debt* perusahaan lebih rendah dibanding ekuitas yang dimiliki. Sedangkan pada tahun 2017 di sektor tersebut nilai DERnya 2,52 yang menandakan utang yang dimiliki lebih tinggi 2 kali dibanding ekuitasnya secara rata-rata industri. Sama halnya dengan sektor *Consumer Goods Industry* yang memiliki nilai DER yang tinggi pada tahun 2018 sebesar 1,07 dan terendah 0,66 pada 2019. Perbedaan nilai DER tiap tahun tentu saja dikarenakan oleh beberapa faktor. Faktornya apa saja dan pengaruhnya seperti apa yang nanti akan dibahas di penelitian ini.

Dengan banyaknya perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur, tentu saja terdapat perbedaan keputusan perusahaan mengenai bagaimana mengambil keputusan tentang pendanaan perusahaan. Perusahaan manufaktur memiliki skala produksi yang besar sehingga terjadi kecenderungan untuk cepat tanggap dalam melakukan ekspansi pasar serta produksi yang lebih besar dari sebelumnya. Dalam rangka menjalankan aktivitas produksi dan melakukan ekspansi bisnis, tidak jarang perusahaan manufaktur melakukan aktifitas pendanaan dari luar perusahaan seperti mencoba menghubungi kreditur ataupun pemilik perusahaan. Hal ini tertuang dalam struktur modal perusahaan.

TINJAUAN LITERATUR

Struktur Modal

Struktur modal menjadi satu-satunya variabel dependen di penelitian ini. Brealey, Myers, Allen, dan Mohanty (2018) mendefinisikan struktur modal sebagai sebuah komposisi atas utang, ekuitas, dan sekuritas *hybrid* yang diterbitkan oleh perusahaan. Pembiayaan ekuitas mengacu pada modal saham sementara pembiayaan utang mengacu pada pinjaman perusahaan. Struktur modal dapat pula diartikan sebagai percampuran antara utang dan ekuitas dalam pembiayaan perusahaan (Muradoğlu Yaz Gulnur & Sivaprasad, 2012). Ross, Westerfield, & Jordan (2001) mengungkapkan bahwa struktur modal adalah campuran antara utang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan. Dari definisi yang dijelaskan di atas, struktur modal disebut sebagai hubungan antara jumlah utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai kinerja perusahaan. Dalam mengukur struktur modal atas perusahaan memiliki cara yang beragam. Bernile et al., (2018) mengukur struktur modal dengan menggunakan *market leverage* yang dihitung berdasarkan jumlah dari utang jangka panjang dan *current liabilities* dibagi dengan jumlah dari *market equity* dan *book equity*. Ndaki et al., (2018) mengukur struktur modal dengan menggunakan *debt ratio* yang dihitung berdasarkan jumlah utang dibagi dengan jumlah ekuitas.

CEO Female

CEO Female adalah salah satu variabel independen dalam penelitian ini. Ada banyak bukti yang menunjukkan bahwa wanita lebih memilih untuk menjauhi risiko dibanding pria (Charness & Gneezy, 2012; Croson & Gneezy, 2009). Perbedaan *gender* dalam preferensi risiko ini telah diteliti dalam berbagai situasi misalnya bahwa wanita lebih jarang merokok, lebih

sering dalam memakai sabuk pengaman dalam berkendara, serta cenderung untuk tidak menggunakan obat-obatan terlarang (Hersch, 1996; Pacula, 1997). Di pasar tenaga kerja, wanita lebih suka berkerja di industri yang lebih aman, sedangkan di industri yang sama mereka lebih memilih pada bidang yang lebih aman (Hersch, 1998). Penelitian lain yang menggunakan sampel mahasiswa MBA di negara Amerika Serikat dan Spanyol menunjukkan bahwa mahasiswa perempuan cenderung tidak mengambil risiko bisnis dibanding laki-laki (Zinkhan & Karande, 1991).

Banyak perusahaan yang berada di bawah tekanan untuk mempromosikan soal keragaman *gender* ini (Sila, Gonzalez, & Hagendorff, 2016). Empat negara Eropa bahkan telah mencapai kesepakatan untuk membuat syarat atas sejumlah direktur wanita pada dewan direksi. Umumnya, posisi *CEO* wanita diharapkan memiliki pengetahuan, keterampilan, pengalaman, jaringan, serta kemampuan dalam memantau yang lebih maju dibanding laki-laki (Adams & Ferreira, 2009)

Penelitian yang dilakukan oleh Adusei & Obeng (2019), Bernile et al. (2018), dan Nguyen et al. (2020) menyatakan bahwa adanya *CEO* perempuan berpengaruh negatif signifikan atas *capital structure*. Adanya perempuan dalam pimpinan perusahaan membuat pengambilan keputusan terkait ekuitas cenderung minim risiko dikarenakan sifat perempuan yang lebih memilih untuk menghindari risiko. Karena hal tersebut pula, dewan dengan komposisi perempuan di dalamnya cenderung lebih memilih *equity* dibanding utang, sehingga mengurangi rasio utang terhadap ekuitas perusahaan. Menurut penelitian sebelumnya, cara untuk mengukur *CEO Female* dalam perusahaan adalah dengan menggunakan variabel *dummy* yang menunjukkan “1” apabila *CEO* adalah perempuan, dan “0” jika bukan (Nguyen et al., 2020).

H1: *CEO Female* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal

CEO Tenure

CEO Tenure adalah salah satu variabel independen dalam penelitian ini. *CEO Tenure* dapat diartikan sebagai sudah berapa lama orang tersebut memegang jabatan *CEO* (Chen, Hsu, & Huang, 2010; Hambrick & Fukutomi, 1991). Titik fokus berada pada *CEO* dikarenakan posisi tertingginya diantara manajemen puncak (*Top Management*) (Hambrick & Fukutomi, 1991). Jumlah tahun *CEO* dalam posisi tersebut mewakili nilai dari *tenure* (Berger, Ofek, & Yermack, 1997). Masa jabatan yang panjang membuat *CEO* dihadapkan pada berbagai masalah yang relevan dengan pengambilan keputusan yang berhubungan dengan posisi tersebut (Hambrick & Fukutomi, 1991) dan seiring berjalannya waktu, *CEO* menjadi waspada terhadap risiko finansial yang dapat membahayakan perusahaan yang mereka pimpin (Chen et al., 2010; Hambrick & Fukutomi, 1991).

Penelitian mengenai pengaruh *CEO Tenure* seperti yang dijelaskan di Bernile et al., (2018) dan Nguyen et al., (2020) menyatakan bahwa pengaruh yang diberikan terhadap *capital structure* adalah negatif signifikan. Pengaruh tersebut terjadi karena semakin lama seseorang menjabat menjadi *CEO*, maka kecenderungannya akan menggunakan *leverage* yang lebih rendah. Sedangkan Pascal Ndaki, Atle Beisland, & Mersland (2018) menemukan pengaruh positif signifikan atas *CEO Tenure* ini. Hal ini terjadi karena semakin lama masa kerja seorang *CEO*, maka ia akan semakin mengerti dan memahami bisnis tersebut dan menggunakan utang untuk menjadi landasan atas pertumbuhan perusahaan. Masa jabatan *CEO* atau *CEO tenure* biasa diketahui dengan cara menghitung lama masa jabatan seorang *CEO* (Bernile et al., 2018; Tarus & Ayabei, 2016).

H2: *CEO Tenure* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal

Profitabilitas

Profitabilitas adalah salah satu variabel independen dalam penelitian ini. Profitabilitas adalah salah satu penentu *leverage* yang paling teruji dalam penelitian akademis. Teori struktur

modal memiliki pandangan yang berbeda dalam hubungan *leverage* dan profitabilitas. Menurut teori *trade-off* perusahaan yang lebih *profitable* harus menggunakan banyak utang karena perisai pajak (*tax shield*). Hal ini terjadi karena perusahaan memiliki kemungkinan untuk mendapatkan keuntungan lebih banyak dengan penggunaan manfaat pajak. Hubungan positif dapat pula diasumsikan bahwa perusahaan yang menguntungkan membuat pembiayaan utang lebih murah (Yildirim, Masih, & Bacha, 2018).

Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh Daskalakis, Balios, & Dalla (2017), Jouida (2018), dan Vo (2017), mengungkapkan adanya pengaruh positif signifikan antara profitabilitas dan *capital structure*. Perusahaan dengan tingkat keuntungan yang lebih tinggi akan lebih mudah untuk mencari sumber pendanaan. Namun pada Moradi & Paulet (2019) dan Yildirim, Masih, & Bacha (2018) dikatakan bahwa pengaruh profitabilitas terhadap *Capital Structure* adalah negatif signifikan. Hubungan negatif ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan memungkinkan untuk mempertahankan lebih banyak laba yang berujung pada perusahaan lebih memilih laba ditahan sebagai sumber pendanaan. Hal ini menyebabkan jumlah utang perusahaan berkurang.

Profitabilitas biasanya diukur dengan menghitung nilai *Return on Asset* perusahaan (Jouida, 2018; Vo, 2017) ataupun menggunakan *Earnings Before Interest and Taxes* dibagi dengan *Total Assets* (Daskalakis et al., 2017; Moradi & Paulet, 2019; Yildirim et al., 2018).

H3: *Profitabilty* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur moda

Risiko Bisnis

Risiko Bisnis adalah salah satu variabel independen dalam penelitian ini. *Business Risk* atau risiko bisnis didefinisikan sebagai risiko yang terjadi apabila suatu entitas gagal memenuhi tujuannya (Eilifsen, Knechel, & Wallage, 2001; Higson, 1997; Lemon, Tatum, & Turley, 2000). Dalam bisnis, risiko dapat berarti bahwa rencana perusahaan mungkin tidak berjalan sesuai yang ditargetkan sebelumnya.

Penelitian Daskalakis et al. (2017) dan Moradi & Paulet (2019) menyatakan hubungan positif dan signifikan antara *business risk* terhadap *capital structure*. Pengaruh ini dapat terjadi karena perusahaan yang lebih berisiko melakukan pinjaman lebih banyak. Akibatnya pemegang saham lebih memilih untuk tidak terlibat dalam kegiatan keuangan yang berisiko dengan membeli lebih banyak ekuitas dan bermaksud untuk menyerahkan beban risiko ke pemberi pinjaman. Sedangkan Yildirim et al. (2018) menyatakan hubungan negatif tidak signifikan dikarenakan perusahaan mempertimbangkan pembiayaan utang yang lebih rendah karena volatilitas pendapatan yang membuat investor memerlukan tingkat *equity* yang lebih tinggi. *Business risk* diidentifikasi dengan dengan menghitung standar deviasi atas *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) (Daskalakis et al., 2017; Moradi & Paulet, 2019; Yildirim et al., 2018).

H4: *Businness risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal

Firm Size

Variabel *Firm Size* digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini. *Firm size* biasa diartikan sebagai seberapa besar perusahaan tersebut dilihat dari besarnya nilai ekuitas, nilai penjualan ataupun nilai aktiva yang termuat dalam laporan keuangan perusahaan (Bambang, 2001). Perusahaan besar yang lebih transparan dalam melaporkan urusan keuangan perusahaan akan mengurangi masalah terkait agensi dan mencerminkan biaya utang yang lebih rendah dan *leverage* yang lebih tinggi (Nwachukwu & Mohammed, 2012). Sebaliknya, ada penelitian lain yang menunjukkan bahwa perusahaan besar dan memiliki rekam jejak yang bagus dalam menjalankan perusahaan, memiliki kemungkinan untuk menerbitkan ekuitas dengan harga wajar yang menghasilkan hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan *leverage* (Rajan & Zingales, 1995). *Firm size* dapat diukur dengan menghitung *natural logarithm* atas *total assets* (Daskalakis et al., 2017; Moradi & Paulet, 2019; Vo, 2017; Yildirim et al., 2018).

Firm Age

Variabel *Firm Age* digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini. *Firm Age* adalah istilah atas sudah berapa lama sebuah perusahaan berdiri. Penelitian sebelumnya mengenai keuangan sudah banyak membahas bagaimana umur perusahaan berpengaruh atas subjek dalam penelitian keuangan. Pástor & Veronesi (2003) membahas *firm age* dan *risk argument*, Adams, Almeida, & Ferreira (2005) menjelaskan bahwa umur perusahaan berpengaruh negatif terhadap pengembalian saham (*stock returns*), ataupun bagaimana umur perusahaan berpengaruh atas seberapa lama *CEO* menjabat (*tenure*) (Finkelstein & Hambrick, 1990; Graham, Harvey, & Puri, 2013). Ada 2 cara dalam menghitung *Firm Age*, yang pertama menghitung umur perusahaan semenjak perusahaan berdiri ataupun menghitung umur perusahaan sejak perusahaan *go public* (Kieschnick & Moussawi, 2018a).

METODE PENELITIAN

Objek dan Rancangan Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2019. Penelitian ini disusun dengan menggunakan metode penelitian asosiatif untuk mengetahui dan menjelaskan arah dan pengaruh hubungan antara variabel X (*CEO Female*, *CEO Tenure*, *Profitabilty* serta *Business Risk*) terhadap variabel Y (struktur modal). Penelitian ini menggunakan regresi data panel karena observasi yang digunakan pada penelitian ini terdiri atas beberapa perusahaan (*cross section*) dan dalam kurun tahun (*time series*).

Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber. Data diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta dipublikasikan melalui situs www.idx.co.id dan laman web masing-masing perusahaan. Jangka waktu penelitian ini adalah enam tahun, yaitu dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2019.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2014-2019. Dalam penelitian ini kriteria yang digunakan adalah:

- Perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2014-2019.
- Perusahaan manufaktur yang mengeluarkan data laporan keuangan secara lengkap minimal 1 kali selama periode 2014-2019.
- Perusahaan yang menampilkan data-data dan informasi yang dibutuhkan peneliti mengenai variabel yang diteliti secara lengkap.

Sehingga data yang dikumpulkan adalah sebanyak 128 perusahaan dan 768 unit observasi.

Variabel yang diteliti

Jabaran variabel dalam penelitian dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Jabaran Variabel

Variabel	Konsep	Indikator
		Variabel Dependen
Struktur Modal	Mengetahui perbandingan antara utang terhadap aset yang digunakan	$Debt\ to\ Equity\ ratio = \frac{Total\ debt}{Total\ Equity}$ (Ndaki et al., 2018)

Variabel	Konsep	Indikator
	perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan.	
Variabel Independen		
<i>CEO Female</i>	Kondisi dimana <i>CEO</i> suatu perusahaan dijabat oleh seorang perempuan	Diberi kode “1” apabila <i>CEO</i> adalah seorang perempuan, kode “0” jika tidak (Nguyen et al., 2020)
<i>CEO Tenure</i>	Sudah berapa lama seorang <i>CEO</i> menduduki jabatannya	$CEO Tenure = \text{Jumlah tahun } CEO \text{ menjabat}$ (Bernile et al., 2018)
<i>Profitability</i>	Mengukur tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan	$Profitabilty = \frac{EBIT}{\text{Total aset}}$ (Yildirim et al., 2018)
<i>Business Risk</i>	Risiko bisnis didefinisikan sebagai risiko yang terjadi apabila suatu entitas gagal memenuhi tujuannya	$Businness Risk = \sigma EBIT$ (Moradi & Paulet, 2019)
Variabel Kontrol		
<i>Firm Size</i>	Seberapa besar perusahaan tersebut dilihat dari besarnya nilai ekuitas, nilai penjualan ataupun nilai aktiva yang termuat dalam laporan keuangan perusahaan	$SIZE = \text{Ln (Total aset)}$ (Moradi & Paulet, 2019)
<i>Firm Age</i>	Sudah berapa lama perusahaan berdiri	$Age = \text{Tahun penelitian} - \text{Tahun berdiri}$ (Kieschnick & Moussawi, 2018b)

Sumber: Data diolah oleh peneliti (2020)

Teknik Analisis Data

Pengujian terhadap hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan analisis regresi data panel dengan persamaan statistik sebagai berikut:

Model 1 (Tanpa Variabel Kontrol):

$$Debt Ratio_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 CT + \beta_3 PROF_{it-1} + \beta_4 RISK_{it-1} + e$$

Model 2 (Dengan Variabel Kontrol):

$$Debt Ratio_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 CT + \beta_3 PROF_{it-1} + \beta_4 RISK_{it-1} + \beta_5 Size + \beta_6 Age + e$$

Keterangan:

<i>Debt Ratio</i>	= Variabel struktur modal perusahaan
CF	= Variabel <i>CEO Female</i>
CT	= Variabel <i>CEO Tenure</i>
$PROF_{it-1}$	= Variabel <i>Profitability</i> tahun sebelumnya
$RISK_{it-1}$	= Variabel <i>Businnes Risk</i> tahun sebelumnya
SIZE	= Variabel <i>Firm Size</i>
AGE	= Variabel <i>Firm Age</i>
β_0	= Konstanta
β_{1-6}	= Koefisien regresi
e	= Variabel <i>error</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif dengan Struktur modal (DER) sebagai variabel terikat, *CEO Female* (CF), *CEO Tenure* (CT), Profitabilitas (PROF) dan *Business Risk* (RISK) sebagai variabel bebas, serta *Firm Size* (SIZE) dan *Firm AGE* (AGE) sebagai variabel control.

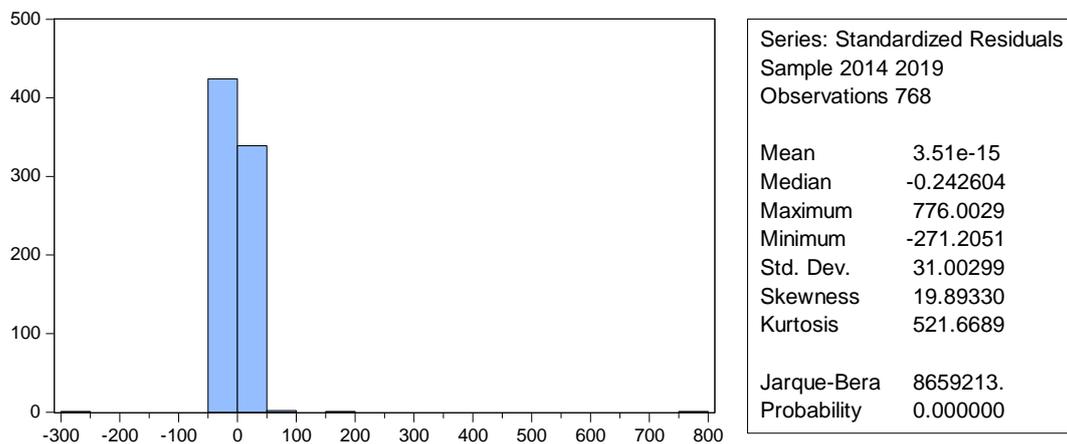
Tabel 2. Statistik Deskriptif

	<i>DER</i>	<i>CF</i>	<i>CT</i>	<i>PROF</i>	<i>RISK</i>	<i>SIZE</i>	<i>AGE</i>
<i>Mean</i>	2.292791	0.071615	10.30339	0.092259	374.3893	7.768726	40.81380
<i>Median</i>	0.871982	0.000000	5.000000	0.058671	67.96124	7.536146	39.00000
<i>Maximum</i>	786.9635	1.000000	48.00000	8.000219	4214.825	12.65409	106.0000
<i>Minimum</i>	-271.6776	0.000000	1.000000	-5.090859	2.190375	3.079430	6.000000
<i>Std. Dev.</i>	31.16354	0.258017	11.22789	0.396678	836.2035	1.598674	17.12468
<i>Obs.</i>	768	768	768	768	768	768	768

Sumber: Data Diolah Peneliti (2020) Menggunakan Eviews 10

Uji Normalitas

Data terdistribusi normal apabila nilai *Probability Jarque-Bera* lebih dari 0,05 dan data tidak terdistribusi normal apabila nilai *Probability Jarque-Bera* kurang dari 0,05 (Gujarati, Porter, & Mardanugraha, 2013). Nilai *Probability Jarque-Bera* pada penelitian ini sebagaimana ditunjukkan Gambar 1, adalah 0,00000 yang artinya data tidak terdistribusi normal. Namun berdasarkan Teori Limit Pusat (*Central Limit Theorem*) yang dikemukakan oleh Abraham de Moivre menyatakan bahwa kurva distribusi sampling untuk ukuran sampel lebih dari 30 akan berpusat pada nilai parameter dan akan memiliki sifat distribusi normal (Ciecka, 2009). Sehingga berdasarkan teori tersebut dengan jumlah sampel 768 pada penelitian ini, maka data terdistribusi normal.



Gambar 1. Uji Normalitas

Sumber: Data Diolah Peneliti (2020) Menggunakan Eviews 10

Uji Multikolinearitas

Berdasarkan uji multikolinearitas pada Tabel 3, tidak ada nilai korelasi > 0,9. Maka dapat disimpulkan bahwa dalam data penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas.

Tabel 3. Uji Multikolinearitas

	CF	CT	PROF	RISK	SIZE	AGE
CF	1.000000	-	-	-	-	-
CT	-0.052964	1.000000	-	-	-	-
PROF	0.002437	-0.066796	1.000000	-	-	-
RISK	-0.101300	-0.101517	0.185464	1.000000	-	-
SIZE	-0.116779	-0.181104	0.039148	0.605907	1.000000	-
AGE	0.002432	-0.069121	0.068630	0.081075	0.193344	1.000000

Sumber: Data Diolah Peneliti (2020) Menggunakan Eviews 10

Uji Heterokedastisitas

Terlihat nilai *Prob. Chi-Square(6)* untuk *Obs*R-squared* adalah 0.3086 (Tabel 4). Data dikatakan terdapat gejala heterokedastisitas apabila nilai *Prob. Chi-Square(6)* untuk *Obs*R-squared* < 0,05 dan dikatakan tidak terdapat gejala heterokedastisitas apabila nilai *Prob. Chi-Square(6)* untuk *Obs*R-squared* > 0,05 (Gujarati et al., 2013). Berdasarkan hasil tersebut maka penelitian ini terbebas dari gejala heterokedastisitas.

Tabel 4. Uji Heterokedastisitas

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.189276	Prob. F(6,761)	0.3098
Obs*R-squared	7.134395	Prob. Chi-Square(6)	0.3086
Scaled explained SS	1823.625	Prob. Chi-Square(6)	0.0000

Sumber: Data Diolah Peneliti (2020) Menggunakan Eviews 10

Hasil Uji Regresi Data Panel

Tabel 5 menunjukkan bagaimana *CEO Female*, *CEO Tenure*, *Profitability* dan *Business Risk* sebagai variabel bebas dan *Capital Structure* sebagai variabel terikat. Persamaan yang terbentuk dari estimasi di atas dapat dijabarkan sebagai berikut,

$$Debt Ratio_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 CT + \beta_3 PROF_{it-1} + \beta_4 RISK_{it-1} + e$$

$$Debt Ratio_{it} = -0.289459 - 1.110097CF + 0.267256 CT - 0.707164 PROF_{it-1} + 0.0000712 RISK_{it-1} + e$$

Tabel 5. Hasil Regresi

Variable	Coefficient	Prob.
C	-0.289459	0.8657
CF	-1.110097	0.8001
CT	0.267256	0.0082
PROF	-0.707164	0.8064
RISK	-7.12E-05	0.9589

Sumber: Data Diolah Peneliti (2020) Menggunakan Eviews 10

Namun apabila ditambah variabel kontrol yaitu *Firm Size* dan *Firm Age*, maka hasil regresi akan menjadi seperti Tabel 6.

Tabel 6. Hasil Regresi dengan Variabel Kontrol

Variable	Coefficient	Prob.
C	-4.275144	0.5531
CF	-0.868877	0.8436
CT	0.277037	0.0069
PROF	-0.474574	0.8705
RISK	-0.000750	0.6650
SIZE	0.607840	0.5076
AGE	-0.015239	0.8206

Sumber: Data Diolah Peneliti (2020) Menggunakan Eviews 10

Persamaan yang terbentuk dari estimasi di atas dapat dijabarkan sebagai berikut:

$$Debt Ratio_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 CT + \beta_3 PROF_{it-1} + \beta_4 RISK_{it-1} + \beta_5 Size + \beta_6 Age + e$$

$$Debt Ratio_{it} = -4.275144 - 0.868877 CF + 0.277037 CT - 0.474574 PROF_{it-1} - 0.000750 RISK_{it-1} + 0.607840 Size - 0.015239 Age + e$$

Pembahasan

Berdasarkan tabel pertama, nilai koefisien CF sebesar -1.110097 dan probabilitasnya 0,8001 lebih besar daripada 0,05. Sementara pada tabel kedua dimana ditambah variabel kontrol, nilai koefisien CF sebesar -0.868877 dan probabilitasnya 0,8436 lebih besar daripada 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa keberadaan *CEO Female* memiliki pengaruh yang negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal ketika diuji tanpa variabel kontrol maupun dengan variabel kontrol. Berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan keberadaan *CEO Female* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal ditolak. Hal ini dijelaskan dalam penelitian Adusei & Obeng (2019) yang menerangkan bahwa gender tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan utang. Orser, Riding, & Manley (2006) mengemukakan bahwa tidak ada perbedaan baik laki-laki ataupun perempuan dalam mencari pendanaan utang bagi kelangsungan usahanya.

Berdasarkan tabel pertama, nilai koefisien CT sebesar 0.267256 dan probabilitasnya 0.0082 lebih kecil daripada 0,05. Sementara pada tabel kedua dimana ditambah variabel kontrol, nilai koefisien CT sebesar 0.277037 dan probabilitasnya 0.0069 lebih kecil daripada 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa lama masa jabatan seorang *CEO (CEO Tenure)* memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap struktur modal ketika diuji tanpa variabel kontrol maupun dengan variabel kontrol. Berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan masa jabatan *CEO (CEO Tenure)* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal ditolak. Hal ini sejalan dengan penelitian Ndaki et al., (2018) yang menyatakan bahwa pengaruh *CEO Tenure* terhadap struktur modal perusahaan adalah positif signifikan.

Berdasarkan tabel pertama, nilai koefisien PROF sebesar -0.707164 dan probabilitasnya 0.8064 lebih besar daripada 0,05. Sementara pada tabel kedua dimana ditambah variabel kontrol, nilai koefisien PROF sebesar -0.474574 dan probabilitasnya 0.8705

lebih besar daripada 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas memiliki pengaruh yang negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal ketika diuji tanpa variabel kontrol maupun dengan variabel kontrol. Berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan tingkat profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal ditolak. Hal ini dijelaskan dalam penelitian yang dilakukan oleh Yulianti & Tahwin (2016) bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Dalam hal ini perusahaan tetap memilih menggunakan sumber pendanaan yang sudah ada tanpa melihat bagaimana tingkat profitabilitas (Yildirim et al., 2018). Penggunaan laba ataupun berutang nilainya dipertahankan dikarenakan biaya sudah terprediksi. Namun apabila menggunakan dana internal terdapat batasan dalam alokasi dana disesuaikan dengan yang ada, berbeda dengan penggunaan utang yang bisa disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan.

Berdasarkan tabel pertama, nilai koefisien RISK sebesar -0.0000712 dan probabilitasnya 0,9589 lebih besar daripada 0,05. Sementara pada tabel kedua dimana ditambah variabel kontrol, nilai koefisien PROF sebesar -0.000750 dan probabilitasnya 0.6650 lebih besar daripada 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat risiko bisnis suatu perusahaan memiliki pengaruh yang negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal ketika diuji tanpa variabel kontrol maupun dengan variabel kontrol. Berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan tingkat risiko bisnis memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal ditolak. Hal ini sejalan dengan penelitian Yildirim et al., (2018) yang menyatakan bahwa *Business Risk* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *Capital Structure*. Risiko bisnis memiliki pengaruh yang tidak signifikan dengan struktur modal karena rendahnya risiko akan mengakibatkan manajemen perusahaan kurang mempertimbangkan opsi utang dalam menjalankan bisnisnya (Ria & Lestari, 2015). Perusahaan akan lebih memilih untuk memperbaiki tingkat risiko perusahaan terlebih dahulu sebelum menggunakan pendanaan utang. Dengan tingkat risiko bisnis yang lebih baik, perusahaan akan lebih dipercaya oleh debitur dalam proses pendanaan utang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Seorang *CEO* akan mengambil keputusan yang terbaik bagi perusahaannya dan ada pengawasan lanjutan dari dewan pengawas. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan baik laki-laki ataupun perempuan dalam mencari pendanaan utang bagi kelangsungan usahanya. Walaupun perempuan cenderung untuk menghindari risiko dan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, hal ini tidak terlihat dalam hasil penelitian yang dilakukan. *CEO* perempuan diangkat bukan karena dia memiliki kemampuan tetapi banyak faktor lain seperti kepercayaan mayoritas pemegang saham yang masih berelasi keluarga ataupun agar terlihat adanya kesetaraan gender.

CEO yang sudah lama menjabat akan lebih tahu seluk beluk perusahaan termasuk kemampuan dan kelemahan perusahaan tersebut. Dengan pengetahuan tersebut, *CEO* akan lebih leluasa untuk mencari modal utang karena sudah memperkirakan dan mengkalkulasikan kinerja perusahaan. Bagi Debitur pun akan lebih percaya untuk meminjamkan utang karena sudah tahu kapabilitas *CEO* tersebut pada perusahaan yang ia pimpin.

Tingkat profitabilitas memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini mengindikasikan perusahaan tidak langsung menambah hutang ataupun menggunakan laba yang ada. Penggunaan laba ataupun berutang nilainya dipertahankan dikarenakan biaya sudah terprediksi. Namun apabila menggunakan dana internal terdapat batasan dalam alokasi dana disesuaikan dengan yang ada, berbeda dengan penggunaan utang yang bisa disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan Hal ini tidak sejalan

dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa pendanaan internal akan lebih dipilih dibanding pendanaan eksternal dikarenakan pengaruhnya yang tidak signifikan.

Tingkat risiko bisnis perlu diperhatikan semua pihak, baik itu pihak yang akan meminjam utang ataupun pihak yang akan meminjamkan utang. Dengan tingkat risiko bisnis yang besar dan cenderung tidak stabil maka internal perusahaan akan fokus untuk memperbaiki perusahaannya terlebih dahulu dan tidak memilih mengambil pendanaan utang. Perusahaan juga lebih bisa mempertimbangkan pendanaan utang dikarenakan risiko bisnis yang lebih terukur. Dikhawatirkan pendanaan lewat utang ini malah menambah beban perusahaan yang sedang tidak stabil. Selain risiko dalam melaksanakan kewajiban membayar utang yang akan tersendat, pihak yang akan memberikan pendanaan akan lebih selektif memilih perusahaan.

Saran

Melihat pada hasil penelitian yang menjelaskan hanya *CEO Tenure* yang berpengaruh positif dan signifikan maka perusahaan bisa lebih memerhatikan bagaimana pengaruh lama CEO menjabat dalam struktur modal perusahaan, sehingga ke depannya lama masa jabatan CEO perlu perhatian khusus untuk pertimbangan kinerja. Namun pengaruh gender CEO, tingkat profitabilitas dan risiko bisnis suatu perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal, sehingga yang perlu diperhatikan adalah bagaimana menyusun struktur modal yang optimal sesuai dengan keadaan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful Ceos And Their Impact On Corporate Performance. *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403–1432. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi030>
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women In The Boardroom And Their Impact On Governance And Performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adusei, M., & Obeng, E. Y. T. (2019a). Board Gender Diversity And The Capital Structure Of Microfinance Institutions: A Global Analysis. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 258–269. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.006>
- Adusei, M., & Obeng, E. Y. T. (2019b). Board Gender Diversity And The Capital Structure Of Microfinance Institutions: A Global Analysis. *Quarterly Review of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.006>
- Bambang, R. (2001). Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan. *Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta*, 59.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment And Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411–1438. <https://doi.org/10.2307/2329441>
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board Diversity, Firm Risk, And Corporate Policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588–612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2018). *Principles Of Corporate Finance*, 12/e (Vol. 12). McGraw-Hill Education.
- Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Strong Evidence For Gender Differences In Risk Taking. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 83(1), 50–58. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2011.06.007>
- Chen, H. L., Hsu, W. T., & Huang, Y. S. (2010). Top Management Team Characteristics, R&D Investment And Capital Structure In The It Industry. *Small Business Economics*, 35(3), 319–333. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9166-2>
- Ciecka, J. E. (2009). The Binomial Conception And Birth Of The Normal Distribution. *J. Legal Econ.*, 16, 83.

- Croson, R., & Gneezy, U. (2009). Gender Differences In Preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448–474. <https://doi.org/10.1257/jel.47.2.448>
- Daskalakis, N., Balios, D., & Dalla, V. (2017). The Behaviour Of SMES' Capital Structure Determinants In Different Macroeconomic States. *Journal of Corporate Finance*, 46, 248–260. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.005>
- Eilifsen, A., Knechel, W. R., & Wallage, P. (2001). Application Of The Business Risk Audit Model: A Field Study. *Accounting Horizons*, 15(3), 193–207. <https://doi.org/10.2308/acch.2001.15.3.193>
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-Management-Team Tenure And Organizational Outcomes: The Moderating Role Of Managerial Discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35(3), 484–503. <https://doi.org/10.2307/2393314>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial Attitudes And Corporate Actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103–121. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>
- Gujarati, D., Porter, D., & Mardanugraha, E. (2013). *Dasar-Dasar Ekonometrika* (5th ed.; S. Wardhani, ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. (1991). The Seasons Of A Ceo's Tenure. *Academy of Management Review*. *Academy of Management*, 16(4). <https://doi.org/10.5465/AMR.1991.4279621>
- Hersch, J. (1996). Smoking, Seat Belts, And Other Risky Consumer Decisions: Differences By Gender And Race. *Managerial and Decision Economics*, 17(5), 471–481. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1468\(199609\)17:5<471::AID-MDE789>3.0.CO;2-W](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-1468(199609)17:5<471::AID-MDE789>3.0.CO;2-W)
- Hersch, J. (1998). Compensating Differentials For Gender-Specific Job Injury Risks. *American Economic Review*, 88(3), 598–607. <https://doi.org/10.2307/116851>
- Higson, A. (1997). Developments In Audit Approaches: From Audit Efficiency To Audit Effectiveness. *Current Issues in Auditing*, 3, 198–215.
- Jouida, S. (2018). Diversification, Capital Structure And Profitability: A Panel Var Approach. *Research in International Business and Finance*, 45, 243–256. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.155>
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018a). 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>
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018b). Firm Age, Corporate Governance, And Capital Structure Choices. *Journal of Corporate Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.011>
- Lemon, W. M., Tatum, K. W., & Turley, W. S. (2000). *Developments In The Audit Methodologies Of Large Accounting Firms*. ABG Professional Information London, UK.
- Moradi, A., & Paulet, E. (2019). The Firm-Specific Determinants Of Capital Structure—An Empirical Analysis Of Firms Before And During The Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150–161.
- Muradoğlu Yaz Gulnur, Y. G., & Sivaprasad, S. (2012). Capital Structure And Abnormal Returns. *International Business Review*, 21(3), 328–341. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2011.03.007>
- Ndaki, D. P., Beisland, L. A., & Mersland, R. (2018). Capital Structure And Ceo Tenure In Microfinance Institutions. *Strategic Change*, 27(4), 329–337. <https://doi.org/10.1002/jsc.2205>
- Nguyen, T., Bai, M., Hou, Y., & Vu, M.-C. (2020). Corporate Governance And Dynamics Capital Structure: Evidence From Vietnam. *Global Finance Journal*, 48, 100554.

- Nwachukwu, J., & Mohammed, D. (2012). Business Risk, Industry Affiliation, And Corporate Capital Structure: Evidence From Publicly Listed Nigerian Companies. *Journal of African Business*, 13(1), 5–15. <https://doi.org/10.1080/15228916.2012.657918>
- Orser, B. J., Riding, A. L., & Manley, K. (2006). Women Entrepreneurs And Financial Capital. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(5), 643–665.
- Pacula, R. L. (1997). Women And Substance Use: Are Women Less Susceptible To Addiction? *The American Economic Review*, 87(2), 454–459.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock Valuation And Learning About Profitability. *Journal of Finance*, 58(5), 1749–1789. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00587>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.2307/2329322>
- Ria, Y., & Lestari, P. V. (2015). *Pengaruh Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal*. Udayana University.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2001). *Essentials of Corporate Finance*. New York, NY: McGraw-Hill Inc.
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women On Board: Does Boardroom Gender Diversity Affect Firm Risk? *Journal of Corporate Finance*, 36, 26–53. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003>
- Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2016). Board Composition And Capital Structure: Evidence From Kenya. *Management Research Review*, 39(9), 1056–1079. <https://doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0019>
- Vo, X. V. (2017). Determinants Of Capital Structure In Emerging Markets: Evidence From Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105–113. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants Of Capital Structure: Evidence From Shari'ah Compliant And Non-Compliant Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 198–219.
- Yulianti, Y., & Tahwin, M. (2016). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen Potensio*, 24(02).
- Zinkhan, G. M., & Karande, K. W. (1991). Cultural And Gender Differences In Risk-Taking Behavior Among American And Spanish Decision Makers. *Journal of Social Psychology*, 131(5), 741–742. <https://doi.org/10.1080/00224545.1991.9924657>