

## PERAN CEO PEREMPUAN DALAM KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL DAN OPTIMASI NILAI PERUSAHAAN

Ni Nyoman Ayu Diantini

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia  
e-mail: ayudiantini@unud.ac.id

### ABSTRAK

Penelitian ini memperluas literatur tentang bagaimana sifat manajerial berhubungan dengan keputusan pembiayaan perusahaan dengan mendokumentasikan bahwa perusahaan yang dijalankan oleh CEO perempuan memiliki jumlah utang yang lebih rendah daripada perusahaan serupa yang dijalankan oleh CEO pria. Peneliti menggunakan database yang berisi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008 hingga 2021. Hasilnya robust setelah melakukan control pada variabel kematangan perusahaan dan tata kelola perusahaan. Peneliti selanjutnya menemukan bahwa perilaku menghindari risiko dari CEO perempuan ini mengarah pada penurunan nilai perusahaan. Namun, CEO perempuan yang menghindari risiko di perusahaan ukuran kecil lebih mengoptimalkan nilai perusahaan daripada CEO perempuan di perusahaan ukuran besar. Hasil ini memiliki implikasi ekonomi yang penting untuk pertumbuhan perusahaan jangka panjang yang optimal.

**Kata Kunci:** leverage, CEO Perempuan, struktur modal, nilai perusahaan, ukuran perusahaan

### ABSTRACT

*We extend the literature on how managerial trait relates to corporate financing decisions by documenting that firms run by female CEOs have lower leverage than otherwise similar firms run by male CEOs. We employ a database containing firms listed on Indonesia Stock Exchange from 2008 to 2021. The results are robust in controlling for the variable of firm maturity and corporate governance. We further document that this risk-avoidance behaviour of female CEO appears to lead to distortions in the value maximisation process. However, risk-averted female CEO in a small size company optimise corporate firm value more than in a big size company. These results have important economic implications for long-term corporate growth*

**Keywords:** *Leverage, Female CEO, capital structure, firm value, firm size*

## PENDAHULUAN

Struktur modal adalah salah satu keputusan terpenting yang dihadapi oleh manajemen perusahaan. Kesalahan dalam keputusan struktur modal dapat memberikan dampak yang buruk bagi perusahaan antara lain kinerja perusahaan, turunnya nilai perusahaan jangka Panjang maupun jangka pendek, meningkatnya risiko kebangkrutan, dan lain sebagainya. Keputusan mengenai struktur modal membuat manajemen perusahaan sangat berhati-hati. Penelitian terdahulu menunjukkan berbagai macam pemikiran dan perdebatan mengenai struktur modal (Malm & Krolikowski, 2017; Modigliani & Miller, 2013; Mogha & Williams, 2021; Myers, 1984). Dari penelitian terdahulu tersebut tidak ada kajian yang baku mengenai bagaimana perusahaan menentukan struktur modalnya. Pada elemen yang utama keputusan struktur modal akan dipengaruhi oleh pertimbangan-pertimbangan manajer keuangan. Karena sebagai agen dari pemilik yang mewakilinya dalam pengelolaan perusahaan, manajemen akan memutuskan besarnya jumlah pendanaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Mogha & Williams, 2021; Myers, 1984).

Studi mengenai kekuasaan CEO, variabilitas gender, perilaku CEO telah banyak dilakukan dan hasilnya pun beragam (Bhagat & Bolton, 2008; Harper et al., 2020). CEO yang kuat akan memaksakan kehendak pribadinya pada keputusan strategis perusahaan dan lebih mengarah pada kinerja buruk dan lebih berisiko (Abernethy et al., 2014; Dikolli et al., 2018; Han, 2016; Korkeamäki et al., 2017). Perempuan dalam kepemimpinan sangat erat dengan penghindar risiko. Penelitian menyatakan bahwa perempuan dalam manajemen memberikan kontribusi positif bagi perusahaan (Decker & Mohammed, 2014; Lenney, 1977; Matsa & Miller, 2013; Nadeem et al., 2019). Penelitian terdahulu mengenai CEO perempuan memberikan dampak yang signifikan bagi perusahaan. Bahkan kuantitas CEO perempuan terus mengalami peningkatan dari berbagai belahan dunia.

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi hubungan antara CEO perempuan dengan struktur modal. Penelitian Faccio, Marchica, & Mura (2016) meneliti sifat dari CEO perempuan dan laki-laki dalam pengalokasian dana yang efisien. Mereka menemukan bahwa CEO perempuan memiliki rasio utang yang lebih rendah, laba perusahaan yang lebih stabil dan berpeluang lebih tinggi untuk *survived* dibandingkan dengan CEO laki-laki pada perusahaan serupa. Namun disisi lain, tingkat utang yang rendah menandakan perusahaan *underinvestment* sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan dimasa yang akan datang (Degryse et al., 2012; Faccio et al., 2016). Bahkan utang yang rendah akan meningkatkan *earnings management* (Kate Jelinek, 2007). Dengan menggunakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 sampai 2021, penelitian ini akan lebih fokus untuk menjawab peran CEO perempuan pada keputusan struktur modal dan efektivitasnya pada peningkatan nilai perusahaan dimasa yang akan datang.

Penelitian ini berkontribusi pada studi empiris mengenai struktur modal optimal dan peran keragaman gender dalam manajemen perusahaan. Penelitian mengenai keragaman gender dan struktur modal optimal masih sangat terbatas dilakukan. Penelitian ini memberikan bukti empiris yang penting untuk dapat

dipertimbangkan baik secara ekonomi, sosial dan politik karena akan menjawab pengaruh CEO perempuan terhadap keputusan pendanaan eksternal. Lalu yang kedua penelitian ini akan menjawab hubungan CEO perempuan dan leverage dalam meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka Panjang. Terakhir, penelitian ini juga melakukan penelitian lebih lanjut untuk peran tinggi rendah leverage dan besar kecil ukuran perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Untuk menguji model utama penelitian, dilakukan uji *robustness*.

Struktur modal mengacu pada sumber pendanaan perusahaan. Struktur modal adalah salah satu keputusan utama dari keputusan manajemen perusahaan, tingkat penggunaan utang perusahaan akan berpengaruh secara langsung terhadap keadaan keuangan perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan jumlah utang jangka panjang yang bersifat permanen atau perbandingan antara utang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan perusahaan (Sartono, 2010). Sumber pendanaan dapat diperoleh dari ekuitas yang relatif permanen sehingga sumber pendanaan dengan jangka waktu pendek lebih berisiko dibandingkan jangka panjang. Pengambilan keputusan struktur modal harus dilakukan secara optimal dan selektif karena sumber pendanaan memiliki jangka waktu, tingkat risiko dan biaya yang berbeda-beda. Semakin besar nilai struktur modal perusahaan, maka semakin besar pula risiko perusahaan karena bertambahnya utang yang ditanggung untuk melakukan operasional perusahaan.

Pecking Order Theory (POT) menyatakan bahwa manajer yang bertindak sebagai agen yang mewakili kepentingan pemegang saham, cenderung mengetahui lebih banyak daripada pasar tentang nilai perusahaan mereka. Jadi, adanya informasi asimetris tersebut akan merugikan jika melakukan pembiayaan eksternal, sehingga perusahaan didorong oleh keinginan untuk membiayai investasi baru dengan menggunakan dana yang dihasilkan secara internal terlebih dahulu, lalu alternatif berikutnya adalah utang dan, terakhir adalah penerbitan saham (Fosu et al., 2016). POT tidak terdapat struktur modal yang optimal, sehingga dapat disimpulkan pendanaan berdasarkan teori POT adalah berikut: a) Pendanaan internal berasal dari laba ditahan b) Penggunaan utang dengan menerbitkan obligasi c) Penerbitan saham.

Trade-off Theory (TOT) berpendapat bahwa perusahaan memaksimalkan nilai ketika manfaat yang berasal dari utang sama dengan biaya marjinal utang. Selain itu, adanya biaya penyesuaian menyebabkan TOT menyarankan penyesuaian parsial untuk leverage yang optimal di setiap periode (González & González, 2012). TOT menggambarkan bahwa struktur modal dapat dikatakan optimal apabila ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang dengan cost financial dan agency problem. Berikut adalah teori struktur modal dan pengaruh karakteristik perusahaan dengan leverage. Table 1 ini diintisarikan dari berbagai sumber penelitian terdahulu (misalnya: González & González, 2012; Choi & Richardson, 2016; Fosu et al., 2016; Nha, Loan, & Nhung, 2016; Koralun-Bereznicka, 2018)

Table 1.

Ekspektasi Hubungan Karakteristik Perusahaan dengan Struktur Utang		
Variable	TOT	POT
Profitabilitas	+	-
Growth opportunity	-	+
Firm Size	+	+
Sales	+	+/-
Cash	+	+/-
Collateral	+	+

Sumber: Data diolah, 2022

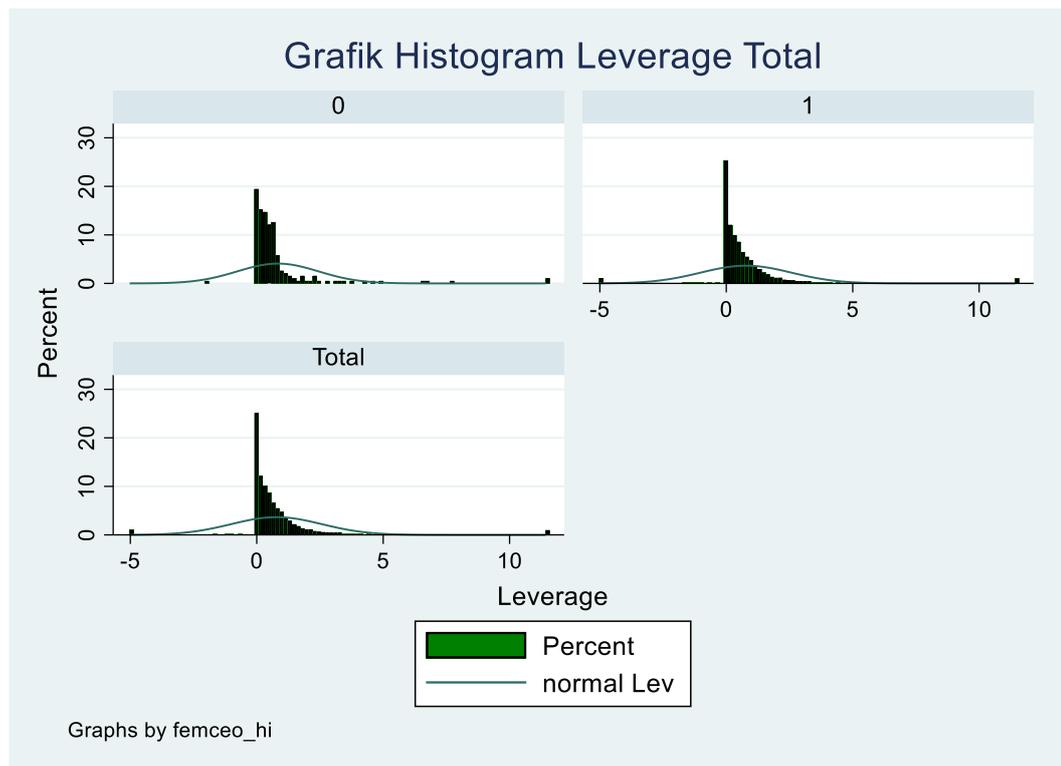
Semakin banyak dan berkembangnya jumlah perempuan dalam posisi kepemimpinan pada perusahaan, literatur keuangan dan studi perempuan telah mulai banyak dilakukan. Bahkan banyak perusahaan yang menerapkan kuota minimal untuk melibatkan perempuan dalam dewan direksi atau manajemen. Kuota gender didokumentasikan dapat mengurangi profit perusahaan jangka pendek karena memperkerjakan perempuan dan hal tersebut berimbas pada strategi perusahaan (Matsa & Miller, 2013). Contohnya Ketika dalam keadaan resesi, perusahaan yang dipimpin oleh perempuan lebih kecil kemungkinan untuk merumahkan karyawannya dibandingkan dengan pemimpin pria (Armstrong, 2012).

Pemimpin perempuan ditemukan lebih berorientasi pada jangka panjang dibandingkan dengan pemimpin pria (Silverman, 2003) dan lebih altruistik atau lebih mementingkan kepentingan orang lain dibandingkan diri sendiri (Andreoni & Vesterlund, 2001). Sehingga diperkirakan pemimpin perempuan akan memberikan nilai tambah bagi perusahaan dalam jangka panjang. Perempuan pada literatur dikatakan *risk averse* karena adanya hubungan negative antara direksi perempuan dengan risiko perusahaan (Decker & Mohammed, 2014; Nadeem et al., 2019) namun memiliki hubungan yang positive dengan profitabilitas jangka panjang perusahaan.

Hal senada juga diungkapkan bahwa meskipun perempuan adalah penghindar risiko atau *risk averter* namun harus diingat bahwa perempuan yang berkedudukan sebagai pemimpin memiliki latar belakang yang berbeda dari perempuan pada umumnya, mereka memiliki latar belakang pendidikan yang lebih baik, orientasi yang berbeda dan terlatih. Dengan kata lain perempuan yang berhasil menciptakan profit dan menambah nilai perusahaan bukan hanya karena mereka penghindar risiko tetapi karena mereka lebih baik dalam mengelola risiko sehingga menambah nilai perusahaan (Agyemang-Mintah & Schadewitz, 2019; Eckel & Grossman, 2008; Galbreath, 2016; Gul et al., 2011; Nadeem et al., 2019). Pemimpin perempuan dalam dewan direksi atau manajemen akan cenderung menghasilkan peningkatan dalam a) pembagian informasi b) kualitas pengawasan c) berbagi pengetahuan dalam group d) partisipasi active dalam pertemuan-pertemuan dan terlebih mengalami peningkatan dalam kinerja keuangan perusahaan dan kurang tertarik melakukan manajemen laba/*earnings management* (Gul et al., 2011; Ran et al., 2015). Namun hal berbeda dapat diprediksi jika perempuan dalam dewan direksi adalah *risk averter* maka hal tersebut akan memberikan pengaruh yang negative terhadap kinerja keuangan perusahaan. Namun jika perempuan dengan

karakter *risk averse* nya mampu memberikan dinamika dalam group maka risiko yang rendah tersebut akan berkontribusi pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan (Nadeem et al., 2019).

Pada Gambar 1 dapat dilihat grafik histogram dari Total Leverage perusahaan pada sumbu mendatar dan persentase pada sumbu vertikal. Dua grafik histogram pertama menunjukkan sebaran total utang pada perusahaan dengan CEO perempuan tinggi diatas median (denotasi dengan angka 1) dan CEO perempuan rendah, dibawah median (denotasi dengan angka 0). Puncak histogram pada CEO perempuan tinggi dan rendah adalah pada total leverage sama dengan 0%. Artinya persentase leverage 0% dominan pada perusahaan dengan persentase CEO perempuan tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki persentase CEO perempuan yang rendah. Gambar ketiga adalah gambar histogram untuk sebaran total leverage tanpa membedakan CEO perempuan rendah dan CEO perempuan tinggi.



**Gambar 1. Grafik Histogram Total Leverage pada CEO Perempuan**

Penelitian terdahulu mendokumentasikan bahwa kecenderungan umum perempuan menjadi kurang percaya dibandingkan dengan pria. Menurut Barber & Odean (2001) menyatakan bahwa perempuan cenderung memiliki prediksi tentang bagaimana masa depan lebih meleset dibandingkan dengan laki-laki. Selanjutnya perempuan cenderung melihat hasil yang diperolehnya di masa depan kurang baik dibandingkan dengan hasil dari pada lawan jenisnya (Malmendier & Tate, 2005). Bentuk kurang kepercayaan diri perempuan dikaitkan dengan keengganan relatif untuk melakukan tugas-tugas yang sulit, berisiko kurang cepat, umpan balik yang

kelas (Barber & Odean, 2001; Lenney, 1977; Levi et al., 2014). Selanjutnya penelitian ini fokus untuk menyelidiki apakah ada hubungan kurang berani mengambil risiko tersebut pada CEO perempuan akan berhubungan negative dengan jumlah utang perusahaan. Jika ini benar, dan faktor lainnya ceteris paribus, CEO perempuan akan memelih untuk mengurangi risiko dengan rasio utang yang lebih rendah dibandingkan dengan CEO laki-laki. Maka dengan demikian penelitian ini memiliki dugaan bahwa:

H1: CEO perempuan berpengaruh negative terhadap *leverage* perusahaan.

Lebih lanjut penelitian ini menginvestigasi pengaruh CEO perempuan pada nilai perusahaan lebih signifikan bila dikaitkan dengan struktur utang perusahaan yang lebih rendah. Berdasarkan penelitian terdahulu, direktur perempuan tersirat akan akan menerapkan tingkat diskonto yang lebih besar untuk arus kas masa depan dari proses akuisisi, sedangkan disisi lain direktur perempuan cenderung akan mengharapkan arus kas yang lebih rendah dari akuisisi daripada rekan-rekan pria mereka (Karpavičius & Yu, 2019). Salah satu atau kedua bentuk dari rendahnya kepercayaan diri perempuan menunjukkan penilaian yang lebih rendah dari perusahaan target oleh direktur perempuan.

Struktur utang memiliki hubungan yang negative dengan pertumbuhan perusahaan, profit dan nilai perusahaan jangka Panjang (Fosu et al., 2016; Lang et al., 1996). Leverage dapat menjadi indikator tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Literatur struktur modal yang ada menunjukkan bahwa manajer perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang berharga harus memilih *leverage* yang lebih rendah karena perusahaan ini mungkin tidak dapat mengambil keuntungan dari peluang investasi mereka jika mereka harus mengumpulkan dana dari luar. Sehingga hubungan negatif antara pertumbuhan masa depan dan leverage dapat muncul karena manajer perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang baik memilih leverage yang rendah. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis kedua sebagai berikut:

H2: CEO perempuan yang menerapkan tingkat struktur utang yang rendah akan meningkatkan nilai perusahaan

## **METODE PENELITIAN**

Untuk menguji hipotesis yang telah dirumuskan, kami mengumpulkan data keuangan perusahaan berdasarkan data Bursa Efek Indonesia dan Thomson Reuters. Penelitian ini dilakukan pada periode 2008 hingga 2021 untuk semua perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI). Jumlah sample dalam penelitian ini ditentukan oleh ketersediaan data. Mengacu pada literatur yang terdahulu (misal: Fosu et al., 2016; Drobetz & Momtaz, 2020), kami menerapkan beberapa kriteria antara lain: pertama, sample tidak termasuk dari industri keuangan dan perusahaan dengan kurang dari tiga pengamatan tahun perusahaan berturut-turut. Adanya ketidaktersediaan data board of director dan CEO perempuan pada banyak perusahaan di BEI, maka sample penelitian ini mengalami penurunan yang signifikan.

Leverage perusahaan (*Lev*) diukur sebagai rasio nilai buku total utang terhadap nilai buku aset. Ukuran ini konsisten dengan literatur yang ada (Fosu et al., 2016; Kieschnick & Moussawi, 2018; Opler & Titman, 1994). Kami juga mengukur short term leverage atau utang jangka pendek dan long term leverage atau utang jangka panjang sebagai *robustness checks*. Untuk menjawab hipotesis kedua (H2) maka dibentuk *binary variable* dari leverage rendah (*Lev\_low*) dengan memberi angka 1 apabila leverage perusahaan berada dibawah median, dan 0 bila leverage perusahaan berada diatas median.

Kami mengukur nilai perusahaan/firm value (*TobinsQ*) sebagai rasio nilai pasar aset untuk nilai buku aset seperti yang dikutip dalam (Benamraoui et al., 2019; Selvam, 2020). Nilai pasar aset diukur sebagai jumlah nilai pasar ekuitas dan nilai buku utang dengan berusaha menghubungkan leverage perusahaan dengan nilai perusahaan.

Identifikasi CEO perempuan (*Female\_CEO*) dilakukan pada masing-masing perusahaan setiap tahunnya seperti yang dilaporkan dalam Thomson Reuters Analytics. Variabel *Female\_CEO* adalah rasio jumlah CEO perempuan dibagi dengan total CEO pada perusahaan tersebut. Untuk menjawab hipotesis kedua (H2) kami menggunakan variabel *binary*, 1 apabila persentase CEO perempuan dalam perusahaan diatas median sedangkan 0 apabila persentase CEO perempuan dibawah median dengan denotasi *Female\_CEO\_high*.

Variabel-variabel control pada penelitian ini mengacu pada variable control yang ada dalam penelitian terdahulu (Degryse et al., 2012; Fosu et al., 2016; Levi et al., 2014). Penelitian ini menggunakan karakteristik perusahaan sebagai variable control antara lain: *ROA* (rasio laba setelah pajak dengan total asset), *Growth* adalah pertumbuhan total pendapatan, *Size* adalah logaritma total asset, *MB* adalah *market to book ratio* atau rasio nilai saham di pasar dengan nilai buku, *Cash* adalah rasio kas dan setara kas dengan total asset perusahaan, *TobinsQ* adalah proxy untuk nilai perusahaan jangka panjang, *Default* adalah proxy untuk peluang perusahaan mengalami kebangkrutan yang diukur dengan model AltmanZ score. Penelitian ini juga melakukan control pada model dengan menggunakan variable tata kelola untuk kepentingan monitor dan kontrol terhadap jalannya perusahaan yang dilakukan manajemen/CEO, antara lain *Independent* adalah persentase *independent director* terhadap total board perusahaan, sedangkan *Board\_Size* adalah besarnya jumlah total dewan direksi dalam perusahaan. Penelitian ini juga mempertimbangkan persentase jumlah perempuan dalam jajaran dewan direksi yang disingkat dengan *Female\_BoD*. Tabel 3 memuat deskripsi variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

**Tabel 2**  
**Definisi Variabel dalam Penelitian**

Variable	Deskripsi	Sumber data
Lev	adalah rasio utang perusahaan atau rasio nilai buku total utang terhadap nilai buku asset.	Data diolah
Lev_lo	variabel <i>binary</i> , 1 apabila persentase leverage (Lev) perusahaan diatas median sedangkan 0 apabila persentase leverage dibawah median	Data diolah
Lev_long term	rasio utang jangka panjang perusahaan terhadap nilai buku asset	Data diolah
Lev_short term	rasio utang jangka pendek atau yang jatuh temponya kurang dari 12 bulan perusahaan terhadap nilai buku asset	Data diolah
Female_CEO	rasio jumlah CEO perempuan dibagi dengan total CEO pada perusahaan.	Data diolah
Fem_CEO_hi	variabel <i>binary</i> , 1 apabila persentase CEO perempuan dalam perusahaan diatas median sedangkan 0 apabila persentase CEO perempuan dibawah median	Data diolah
Size	Natural logarithm dari Total Asset	Data diolah
Size_high	variabel <i>binary</i> , 1 apabila variable Size perusahaan diatas median sedangkan 0 apabila dibawah median	Data diolah
ROA	rasio laba setelah pajak terhadap total asset perusahaan	Data diolah
MB	<i>market to book ratio</i> atau rasio nilai saham di pasar dengan nilai buku	Data diolah
Cash	rasio kas dan setara kas dengan total asset perusahaan	Data diolah
Tobinsq	Rasio nilai pasar perusahaan dibagi dengan total nilai asset perusahaan.	Data diolah
Default	peluang perusahaan mengalami kebangkrutan yang diukur dengan model Altman Z score.	Data diolah
Default_high	variabel <i>binary</i> , 1 apabila nilai Default atau Z score perusahaan diatas median sedangkan 0 apabila dibawah median	Data diolah
Independent	Persentase jumlah independent director dengan total dewan direksi perusahaan	Data diolah
Board size	Natural logaritma dari jumlah total dewan direksi	Data diolah
Growth	Persentase pertumbuhan total penjualan dari tahun sebelumnya.	Data diolah
Female_BoD	Persentase jumlah perempuan dalam dewan direksi	Data diolah

Sumber: dari berbagai sumber, 2022

Untuk mengeksplorasi hubungan antara manajemen/CEO perempuan dan keputusan struktur modal, yaitu, maka berikut adalah *baseline* model dari penelitian ini untuk menguji H1:

$$Lev_{i,t} = \alpha + \beta_1 Female\_CEO_{i,t} + \gamma \sum_{i,t} Control\ Variable + \delta_i + \theta_{jt} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

Berikut adalah model ekonometri untuk menguji H2:

$$TobinsQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 Female\_CEO\_high * Lev\_low_{i,t} + \beta_2 Female\_CEO_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \gamma \sum_{i,t} Control\ Variable + \delta_i + \theta_{jt} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

Variabel test utama yang adalah ukuran keragaman gender dari CEO pada perusahaan sampel. Penelitian ini juga mengontrol *fixed effect* (FE) untuk tahun dan industri. Karena standard error tidak cukup dalam data panel maka penelitian ini menyajikan hasil berdasarkan *standard error* yang dikelompokkan berdasarkan perusahaan dan tahun (Petersen, 2009).

Table 3 dalam penelitian ini adalah *descriptive statistics*. Table 3 menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel kami perusahaan dengan ukuran yang besar dilihat dari total asset nya. Selain itu, rata-rata utang bersihnya kecil. Untuk mengukur pengaruh profitabilitas, kami menggunakan return on assets (ROA), yang didefinisikan sebagai pengembalian bersih yang diukur dengan total aset. Persahaan dalam sample penelitian ini memiliki peluang pertumbuhan yang sangat baik, namun memiliki tingkat kas dan setara kas yang rendah, *profitable* dan bernilai pasar yang tinggi. Sementara itu dari sisi dewan direksi, sample penelitian ini memiliki kontrol dan monitoring yang baik dari dewan direksi, dilihat dari besarnya independent director, dewan direksi secara total, dan keragaman gender dewan direksi.

**Table 3.**  
**Descriptive Statistics**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Lev_total	7361	.782	1.793	-5.025	11.425
Lev_long term	7360	1.501	62.855	-71.168	45.501
Lev_short term	7361	1.973	3.568	-11.264	19.47
Female_CEO	375	13.572	13.717	0	57.143
Size	7361	26.801	3.584	17.467	33.016
ROA	7343	.025	.112	-.553	.382
MB	6199	2494.356	8716.66	-260.825	60140.98
Cash	6615	.108	.127	.001	.652
Tobinsq	6227	387.143	943.621	.15	2920.681
Default	5271	8934.714	350039	-100951.78	24552858
Independent	373	43.467	14.862	14.286	100
Board size	380	6.879	2.08	3	15
Growth	6080	.859	22.435	-1	1496.68
Female_BoD	375	7.105	9.869	0	42.857

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel 4 menunjukkan korelasi antara semua variable yang terlibat dalam penelitian ini. Seperti yang diharapkan, ada korelasi signifikan antara CEO perempuan dan total utang. Selain itu, korelasi tertinggi adalah antara utang dan aset berwujud, menunjukkan bahwa utang berjalan bersamaan dengan meningkatnya ukuran (*Size*) perusahaan. Berikut ini dijelaskan denotasi variable pada Tabel 4 secara berturut-turut, A adalah Lev; B adalah Female\_CEO, C adalah Size; D adalah ROA, E adalah MB; F adalah Cash; G adalah Tobinsq; H adalah Default; I adalah Independent; J adalah Board Size; K adalah Growth, dan L adalah Female\_BoD.

**Table 4.**  
**Korelasi Univariate antar Variabel**

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
B	-0.10*	1									
C	-0.02*	-0.04	1								
D	-0.04*	-0.00	0.11*	1							
E	0.19*	-0.05	-0.57*	0.05*	1						
F	-0.15*	-0.23*	0.04*	0.20*	0.02	1					
H	0.06*	0.00	-0.83*	-0.02	0.73*	-0.05*	1				
I	-0.01	0.03	-0.06*	0.00	0.04*	-0.01	0.06*	1			
J	0.05	0.06	0.31*	0.08	-0.23*	-0.16*	-0.28*	-0.26*	1		
K	0.02	-0.12*	0.01	-0.19*	0.05	0.03	0.08	0.13*	-0.22*	1	
L	0.02	-0.00	-0.04*	-0.01	0.07*	-0.01	0.04*	-0.00	0.01	0.06	1
M	-0.05	0.14*	-0.07	0.01	0.12*	-0.01	0.10	0.09	0.01	0.04	-0.05

Sumber: Data diolah, 2022

Hal penting lainnya adalah nilai perusahaan menunjukkan korelasi yang positive signifikan, menunjukkan bahwa peningkatan nilai perusahaan sejalan dengan peningkatan utang perusahaan. Korelasi lainnya cukup rendah, menunjukkan bahwa multikolinearitas tidak menjadi perhatian dalam model penelitian.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam subjudul berikut ini akan dibahas mengenai karakteristik perusahaan yang berpengaruh terhadap alokasi dana efisien pada struktur modal, pembahasan hasil penelitian, dan *robustness check* dengan menggunakan semua perusahaan dari berbagai industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai sample.

Hasil regresi data panel pengaruh CEO perempuan terhadap total utang, utang jangka panjang dan utang jangka pendek terlampir pada Tabel 5. Hasil regresi tersebut termasuk menggunakan kontrol terhadap Industri dan tahun *fixed effect*.

**Tabel 5.**  
**Hasil Regresi Hubungan CEO perempuan dengan struktur modal**

Variabel	(1) Lev	(2) Lev	(3) Long term Lev	(4) Long term Lev	(5) Short term Lev	(6) Short term Lev
Female_CEO	-0.022** (-2.40)	-0.018** (-2.31)	-0.020** (-2.16)	-0.015** (-2.10)	-0.017* (-1.82)	-0.019* (-1.82)
Size	0.243 (1.50)	0.231 (1.36)	0.087 (0.45)	0.066 (0.33)	0.507** (2.09)	0.565** (2.22)
ROA	-1.419 (-1.24)	-1.020 (-0.94)	-1.456 (-1.35)	-1.130 (-0.96)	-2.371* (-1.76)	-2.213 (-1.33)
MB	0.000*** (3.09)	0.000*** (3.19)	0.000*** (3.30)	0.000*** (3.52)	0.000*** (3.50)	0.000*** (3.66)
Cash	-0.687 (-0.83)	-1.023 (-1.23)	-0.339 (-0.42)	-0.569 (-0.68)	-0.102 (-0.08)	-0.790 (-0.59)
TobinsQ	0.001 (1.51)	0.001 (1.26)	0.000 (0.51)	0.000 (0.28)	0.001 (1.63)	0.001* (1.77)
Default	-0.000 (-0.62)	-0.000 (-0.96)	-0.000 (-0.53)	-0.000 (-0.94)	-0.000 (-1.00)	-0.000 (-0.80)
Independent	0.002 (0.29)	0.007 (0.89)	0.002 (0.21)	0.008 (1.02)	-0.003 (-0.23)	-0.005 (-0.34)
Board_size	-0.307*** (-3.10)	-0.227*** (-2.79)	-0.307*** (-2.95)	-0.218*** (-2.61)	-0.331** (-2.50)	-0.367** (-2.53)
Growth	-0.049*** (-3.64)	-0.053*** (-3.83)	-0.099*** (-6.06)	-0.105*** (-6.30)	-0.127*** (-5.82)	-0.121*** (-5.10)
Female_BoD	-0.028** (-2.19)	-0.018* (-1.82)	-0.028** (-2.29)	-0.018* (-1.86)	-0.017 (-1.39)	-0.015 (-1.11)
Constant	-4.453 (-0.88)	-4.823 (-0.92)	0.196 (0.03)	-0.047 (-0.01)	-11.624 (-1.53)	-13.034* (-1.70)
Observations	208	268	208	268	268	268
Adjusted R-squared	0.382	0.405	0.383	0.382	0.431	0.430
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	NO	YES	NO	YES	NO	YES

*Sumber:* Data diolah, 2022

**Table 6.**  
**Hasil Regresi dengan memasukkan Variable moderasi Ukuran Perusahaan dan Tingkat utang**

Variabel	Leverage		Ukuran perusahaan	
	Firm Value (1)	Firm Value (2)	Firm Value (3)	Firm Value (4)
Lev_lo*Fem_CEO_hi	-155.407* (-1.66)	-150.239* (-1.81)		
Size_lo* Fem_CEO_hi			5.422* (1.88)	7.362** (2.30)
Lev_low	-134.957** (-2.48)	-142.701** (-2.34)	14.977 (0.67)	45.135 (1.47)
Female_CEO_high	-10.366 (-0.22)	109.194** (2.52)	-5.164*** (-2.83)	-4.242* (-1.72)
Size_low			-48.677 (-0.75)	-99.457 (-1.48)
Size	-251.015*** (-15.07)	-264.327*** (-16.97)		
ROA	87.810 (0.17)	1,044.591 (1.54)	-2,706.479*** (-2.92)	-1,765.117 (-1.32)
MB	0.016*** (4.43)	0.011*** (2.99)	0.054*** (6.69)	0.042*** (5.23)
Cash	-127.556 (-0.83)	-103.878 (-0.46)	-630.992* (-1.92)	-1,256.594*** (-2.67)
Default	0.004 (1.35)	0.001 (0.45)	77.210*** (6.82)	80.541*** (6.73)
Independent	-0.682 (-0.50)	-0.259 (-0.18)	-5.964*** (-2.98)	-3.363 (-1.57)
Board_size	38.102*** (3.55)	23.287 (1.60)	31.050* (1.79)	54.714* (1.97)
Growth	-7.762** (-2.23)	-9.951*** (-2.71)	4.232 (1.01)	-1.025 (-0.20)
Female_BoD	1.893 (1.07)	2.261 (1.33)	1.717 (0.62)	4.142 (1.33)
Constant	7,564.595*** (14.36)	7,891.525*** (16.15)	107.901 (0.44)	-240.935 (-0.82)
Observations	268	268	268	268
Adjusted R-squared	0.942	0.955	0.845	0.873
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	NO	YES	NO	NO

Sumber: data diolah, 2022

Tingkat pertumbuhan atau growth opportunity perusahaan berpengaruh negative terhadap struktur modal, hasil ini signifikan secara statistic dan relevan

secara ekonomi. Pengaruh negative growth dengan struktur modal sejalan dengan penelitian terdahulu (Fama & French, 2002; Graham et al., 2015; Graham & Harvey, 2001; Kayhan & Titman, 2007). Hasil ini konsisten pada hasil regresi pada utang jangka pendek maupun jangka panjang. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menurunkan utang perusahaan. Meskipun beberapa temuan terdahulu menemukan bahwa berdasarkan Pecking Order Theory (POT), tingkat utang pada jangka pendek berhubungan positive dengan profitabilitas namun perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi berpengaruh positive terhadap tingkat utang jangka panjang (Degryse et al., 2012). Penjelasan adanya pengaruh negative *growth opportunity* terhadap tingkat leverage karena adanya *underinvestment* sehingga asset yang dibutuhkan untuk pertumbuhan dimasa yang akan datang tidak mencukupi/kurang (L. Chen & Zhao, 2006; Kayhan & Titman, 2007). Selanjutnya jumlah personil perempuan dalam dewan direksi juga berpengaruh terhadap keputusan struktur modal. Semakin besar jumlah personil perempuan dalam dewan direksi (*female board*) semakin menurunkan tingkat leverage. Hasil ini signifikan secara statistik dan relevan secara ekonomi pada total utang dan utang jangka panjang. Namun jumlah utang jangka pendek tidak dipengaruhi oleh jumlah personil perempuan dalam dewan direksi. Hal ini menunjukkan perusahaan dengan jumlah dewan direksi perempuan yang sedikit akan memilih utang jangka Panjang untuk pendanaan perusahaan.

Tabel 5 column 1-6 menyajikan hasil estimasi persamaan (1). Kolom 1, 3 dan 5 didasarkan pada estimasi OLS dan fixed effect pada Tahun dan kolom 2, 4 dan 6 menyajikan estimasi efek tetap industry dan tahun. Semua variabel CEO perempuan (*Female\_CEO*) bertanda negatif dan signifikan secara statistic pada tingkat alfa 1 persen. Hal ini menunjukkan bahwa CEO perempuan berdampak negatif terhadap leverage atau utang perusahaan. Hasil ini mendukung hipotesis 1. Hubungan negative antara CEO perempuan dan leverage sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Faccio et al., (2016) bahwa perusahaan yang dijalankan oleh CEO perempuan akan menggunakan utang yang lebih sedikit jika dibandingkan dengan CEO laki-laki. Penggunaan lebih sedikit utang berarti memiliki risiko perusahaan terhadap suku bunga yang lebih rendah. Koefisien *Female\_CEO* berkisar antara -0,022 dan -0,015 masing-masing untuk OLS dan estimasi efek tetap. Pengaruh *Female\_CEO* juga signifikan secara ekonomi: peningkatan satu standar deviasi pada *Female\_CEO* akan menyebabkan penurunan utang perusahaan sebesar 30% (untuk efek tetap tahun) dan 24% (untuk efek tetap tahun dan industri) dari nilai rata-rata.

Dalam kolom 3 dan 4 dapat dilihat bahwa *Female\_CEO* berpengaruh negative terhadap leverage jangka panjang dan leverage jangka pendek pada kolom 5 dan 6. Hasil ini ditunjukkan dengan tanda negative pada koefisien regresi dan signifikan secara statistik pada level 5 dan 10 persen. Namun demikian, efek CEO perempuan lebih kuat pada penurunan utang jangka panjang dengan kata lain mereka lebih menghindari utang jangka pendek dibandingkan utang jangka panjang. Hal ini dikarenakan biaya utang jangka panjang lebih rendah karena bank mengenakan (relatif) suku bunga yang lebih tinggi atas pinjaman jangka pendek (Degryse et al., 2012). Temuan ini sesuai dengan prinsip maturity-matching bahwa

aset jangka panjang dibiayai dengan pembiayaan jangka panjang dan aset jangka pendek dibiayai dengan utang jangka pendek.

Pertanyaan selanjutnya adalah apakah kebijakan struktur modal oleh CEO perempuan tersebut efektif untuk meningkatkan nilai perusahaan? Atau dengan kata lain, peneliti menganalisa lebih jauh hubungan negative antara CEO perempuan dengan tingkat leverage apakah akan meningkatkan nilai perusahaan? Table 6 mejabarkan hasil regresi dengan tahun *fixed effect* dan tahun - industry *fixed effect*. Sebuah *interaction term* dari indikator leverage dibawah median (Lev\_lo) dengan indikator persentase CEO perempuan diatas median (Fem\_CEO\_hi) digunakan sebagai variable test untuk mencari hubungan tingkat hutang rendah dengan CEO perempuan yang tinggi terhadap nilai perusahaan. Table 6 kolom 1 – 2 variabel test Lev\_lo\*Fem\_CEO\_hi bertanda negative dan signifikan secara statistik. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang dikelola oleh CEO perempuan dengan penggunaan tingkat utang yang rendah justru akan mengurangi nilai perusahaan. Hasil ini tercermin pada model efek tetap dan signifikan secara statistik pada tingkat alfa sebesar 10 persen. Pengaruh utang rendah pada hubungan CEO perempuan dengan nilai perusahaan tidak sejalan dengan hypothesis 2. Hal ini menyiratkan bahwa nilai perusahaan kurang responsif terhadap penggunaan keputusan pendanaan melalui utang yang rendah di perusahaan yang dijalankan oleh CEO perempuan. Hasil ini menunjukkan bahwa CEO perempuan tampaknya tidak mengalokasikan modal seefisien CEO pria meskipun risiko suku bunga dapat diturunkan melalui penggunaan utang yang lebih rendah. Hasil ini sejalan dengan temuan terdahulu bahwa CEO perempuan penghindar risiko akan menurunkan kinerja perusahaan karena kurang mampu dalam mengelola risiko (Fosu et al., 2016; Lang et al., 1995) dan gagal membawa perubahan pada dinamika kelompok yang lebih baik (Nadeem et al., 2019).

Lalu bagaimanakah pengaruh ukuran perusahaan (*Firm Size*) terhadap hubungan CEO perempuan dengan nilai perusahaan? Sebuah *interaction term* dari variabel binary 1 untuk ukuran perusahaan dibawah median (Size\_lo) dan 0 diatas median dengan indikator persentase CEO perempuan diatas median (Fem\_CEO\_hi) digunakan sebagai variable test untuk mencari hubungan tingkat ukuran perusahaan kecil dengan CEO perempuan yang tinggi terhadap nilai perusahaan. Kolom 3 – 4 pada Tabel 6 menunjukkan bahwa koefisien variabel test, *Size\_lo\*Fem\_CEO\_hi* bertanda positive dan signifikan secara statistik. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan skala kecil lebih efektif dikelola oleh CEO perempuan karena berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan penggunaan utang yang rendah. Karena sifat *risk avoidance* dari CEO perempuan dapat mengurangi risiko dari perusahaan kecil. Hal ini sejalan dengan penelitian dari Agyemang-Mintah (2019) bahwa kehadiran perempuan di dewan direksi perusahaan lembaga keuangan memiliki hubungan positif dan signifikan secara statistik dengan nilai perusahaan. Perusahaan skala kecil juga menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan skala besar (ROLL, 1981). Mekipun (Eisenberg et al., 1998) menemukan bahwa perusahaan skala kecil memiliki firm value yang rendah terlebih lagi jika memiliki ukuran dewan direksi yang besar.

Analisis selanjutnya adalah analisis cek *robustness* dari model utama dalam penelitian ini. Pertama, dapat dikatakan bahwa hubungan yang signifikan antara

keragaman gender dari CEO dan keputusan pendanaan dengan utang yang ditemukan dalam penelitian ini, dapat juga dipengaruhi oleh faktor lainnya selain yang telah digunakan di atas sebagai control variable. Faktor tersebut misalnya seperti tingkat *maturity* atau kedewasaan perusahaan, dan tingkat tata kelola perusahaan dalam pengambilan keputusan. Dalam model *baseline* (Eq 1) digunakan ukuran dewan direksi dan ukuran perusahaan sebagai proxy tingkat kematangan perusahaan seperti dalam Levi et al., (2014). Sebagai uji lanjutan, di kolom (1) – (2) pada Tabel 7 penelitian ini menyertakan usia perusahaan sebagai proksi potensial lain untuk kematangan perusahaan, sebagai kontrol tingkat perusahaan tambahan dalam spesifikasi model utama/baseline di Eq. 1.

Hasil regresi menunjukkan bahwa, seperti yang diharapkan, perusahaan yang lebih tua cenderung tidak menambah utangnya sebagai keputusan sumber pendanaan. Hasil yang utama adalah kehadiran CEO perempuan tetap berefek negative terhadap keputusan struktur modal perusahaan dan hasil ini signifikan secara statistik setelah proxy *Firm Age* dimasukkan ke dalam model Eq 1.

Kedua, penelitian ini juga mengontrol tata kelola perusahaan yang diukur dengan *Governance Score* (J. Chen et al., 2017). Dapat diperkirakan bahwa hubungan negative antara CEO perempuan dengan struktur modal ditentukan oleh baik atau tidaknya tata kelola perusahaan tersebut. Tabel 7 kolom (3) dan (4) menyajikan hasil regresi dengan memasukkan variable *Governance Score* dan mengontrol fixed effect untuk tahun dan industri secara berturut-turut. Hasil menunjukkan bahwa *Governance Score* secara negatif dan signifikan secara statistik pada level 5 dan 10 persen secara berturut-turut terkait dengan leverage. Hal ini menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan yang buruk membuat perusahaan berutang lebih banyak. Sebagai hal utama setelah memasukkan variable control baru yakni tata kelola perusahaan ke dalam model kami tetap menemukan bahwa CEO perempuan berpengaruh negative terhadap penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan.

**Table 7.**  
**Hasil Robustness Check**

Variables	Tot Lev (1)	Lev (2)	Lev tot (3)	Lev tot (4)
Female_CEO	-0.028*** (-2.85)	-0.023*** (-2.71)	-0.016** (-2.00)	-0.013** (-2.00)
Size	0.293** (2.12)	0.275* (1.88)	0.198 (1.15)	0.199 (1.15)
ROA	-1.486 (-1.43)	-0.974 (-0.99)	-1.014 (-0.79)	-0.674 (-0.56)
MB	0.000*** (2.66)	0.000** (2.41)	0.000*** (2.68)	0.000*** (2.61)
Cash	-2.458** (-2.13)	-2.664** (-2.37)	-0.351 (-0.41)	-0.716 (-0.84)
TobinsQ	0.001	0.001	0.001	0.000

Variables	Tot Lev (1)	Lev (2)	Lev tot (3)	Lev tot (4)
	(1.48)	(1.26)	(0.91)	(0.86)
Default	0.000 (0.08)	-0.000 (-0.26)	0.000 (0.57)	0.000 (0.27)
Independent	0.002 (0.32)	0.006 (0.83)	0.008 (0.90)	0.012 (1.27)
Board_size	-0.221*** (-2.86)	-0.160** (-2.51)	-0.240*** (-2.91)	-0.175** (-2.57)
Growth	-0.045*** (-3.77)	-0.048*** (-3.88)	-0.044*** (-3.21)	-0.047*** (-3.40)
Female_BoD	-0.017 (-1.57)	-0.010 (-1.21)	-0.021* (-1.83)	-0.011 (-1.16)
Firm Age	-0.942*** (-2.97)	-0.970*** (-2.95)		
Governance Score			-0.015* (-1.90)	-0.014** (-2.14)
Constant	-3.550 (-0.79)	-3.470 (-0.73)	-3.239 (-0.60)	-3.869 (-0.73)
Observations	208	268	208	268
Adjusted R-squared	0.440	0.458	0.400	0.423
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	NO	YES	NO	YES

Sumber: Data diolah, 2022

## SIMPULAN DAN SARAN

Konsisten dengan bukti dalam konteks keuangan lain seperti investasi, kinerja perusahaan, merger dan akuisisi, kami menemukan hubungan lain antara keragaman gender dalam manajemen atau besarnya CEO perempuan dan fungsi manajemen dalam keputusan pendanaan penting secara ekonomi. Keputusan CEO dalam sumber pendanaan menjadi keputusan yang sangat krusial dan penting yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Menggunakan data perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008 sampai dengan 2021, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran CEO perempuan dalam manajemen perusahaan secara negatif terkait dengan keputusan penggunaan utang perusahaan. Perempuan tampaknya kurang termotivasi untuk mengambil risiko dan cenderung *underinvestment*. Hal ini dapat dilihat dari hasil CEO perempuan yang memiliki kecenderungan penggunaan utang kecil, yang efeknya tidak menambah nilai perusahaan. Namun, kami menunjukkan bahwa CEO perempuan pada manajemen di perusahaan kecil lebih meningkatkan nilai perusahaan daripada CEO perempuan di perusahaan dengan skala besar. Peran perempuan dalam manajemen perusahaan, kecil kemungkinannya untuk menghancurkan nilai pemegang saham karena merupakan *risk averter*. Penulis menyimpulkan bahwa temuan dari pengaruh menguntungkan dari keterlibatan CEO perempuan di perusahaan, konsisten dengan perempuan yang kurang percaya diri dibandingkan dengan pria.

Hasil penelitian mengenai struktur modal dan peran CEO perempuan dan efeknya pada *firm value*, memberikan bukti empiris yang penting untuk dapat dipertimbangkan baik secara ekonomi, sosial dan politik.

Efek yang dijelaskan dalam penelitian ini adalah dalam keputusan pendanaan. Masih banyak pertanyaan penting yang dapat diteliti lebih lanjut mengenai hal apakah mendasari di balik kurang percaya diri di kalangan CEO perempuan? Lalu menemukan lebih lanjut mengenai adanya hubungan kelompok sosial-ekonomi lain yang mungkin mempengaruhi kualitas keputusan yang dibuat di dalam ruang rapat perusahaan? Mungkinkah keragaman gender dalam manajemen dapat meningkatkan keputusan dewan? Peneliti berharap bahwa asosiasi yang terungkap dalam penelitian ini yakni antara CEO perempuan dan kecenderungan untuk menggunakan utang yang lebih kecil sebagai sumber pendanaan akan mendorong lebih banyak penelitian di masa depan tentang CEO perempuan dan atau dewan direksi perempuan pada kebijakan perusahaan.

## REFERENSI

- Abernethy, M. A., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2014). The Influence of CEO Power on Compensation Contract Design. *The Accounting Review*, 90(4), 1265–1306. <https://doi.org/10.2308/accr-50971>
- Agyemang-Mintah, P., & Schadewitz, H. (2019). Gender diversity and firm value: evidence from UK financial institutions. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(1), 2–26. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-06-2017-0073>
- Andreoni, J., & Vesterlund, L. (2001). Which is the Fair Sex? Gender Differences in Altruism\*. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 293–312. <https://doi.org/10.1162/003355301556419>
- Armstrong, C. S. (2012). Discussion of “CEO compensation and corporate risk-taking: Evidence from a natural experiment.” *Journal of Accounting and Economics*, 56(2–3), 102–111. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.11.003>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Barber, Brad M. / Odean, Terrance (2001): Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *Quarterly Journal of Economics* 116, 261–292. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Benamraoui, A., Jory, S. R., Mazouz, K., Shah, N., & Gough, O. (2019). The effect of block ownership on future firm value and performance. *North American Journal of Economics and Finance*, 50(April), 100982. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.04.025>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86–105. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>
- Chen, L., & Zhao, X. (2006). On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. *Finance Research Letters*, 3(4), 253–

266. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2006.06.003>
- Choi, J., & Richardson, M. (2016). The volatility of a firm's assets and the leverage effect. *Journal of Financial Economics*, 121(2), 254–277. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.05.009>
- Decker, A., & Mohammed, S. (2014). Impact of Boards Gender Diversity on Firms Profitability. *European Journal of Business and Management*, 6(7), 296–307.
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431–447. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8>
- Dikolli, S. S., Diser, V., Hofmann, C., & Pfeiffer, T. (2018). CEO Power and Relative Performance Evaluation. *Contemporary Accounting Research*, 35(3), 1279–1296. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12316>
- Drobetz, W., & Momtaz, P. P. (2020). Antitakeover Provisions and Firm Value: New Evidence from the M&A Market. *Journal of Corporate Finance*, 62(February 2019). <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101594>
- Eckel, C. C., & Grossman, P. J. (2008). Chapter 57 Differences in the Economic Decisions of Men and Women: Experimental Evidence. *Handbook of Experimental Economics Results*, 1(C), 509–519. [https://doi.org/10.1016/S1574-0722\(07\)00057-1](https://doi.org/10.1016/S1574-0722(07)00057-1)
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(98)00003-8)
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, 140–150. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.05.002>
- Galbreath, J. (2016). Is Board Gender Diversity Linked to Financial Performance? The Mediating Mechanism of CSR. *Business & Society*, 57(5), 863–889. <https://doi.org/10.1177/0007650316647967>
- González, V. M., & González, F. (2012). Firm size and capital structure: Evidence using dynamic panel data. *Applied Economics*, 44(36), 4745–4754. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.595690>
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Graham, J. R., Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2015). A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3), 658–683. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.005>
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve

- the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314–338. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2011.01.005>
- Han, S. (2016). CEO Power and Firm Performance under Pressure. *Financial Management*, 45(2), 369–400.
- Harper, J., Johnson, G., & Sun, L. (2020). Stock price crash risk and CEO power: Firm-level analysis. *Research in International Business and Finance*, 51. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101094>
- Karpavičius, S., & Yu, F. (2019). Managerial risk incentives and a firm's financing policy. *Journal of Banking and Finance*, 100, 167–181. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.01.013>
- Kate Jelinek. (2007). The Effect of Leverage Increase on Earnings Management. In *Journal of Business & Economic Studies* (Vol. 12).
- Kayhan, A., & Titman, S. (2007). Firms' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, 83(1), 1–32. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.10.007>
- 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>
- Koralun-Bereźnicka, J. (2018). Firm size and debt maturity as indirect determinants of capital structure: evidence from European panel data. *Applied Economics Letters*, 25(18), 1319–1322. <https://doi.org/10.1080/13504851.2017.1420869>
- Korkeamäki, T., Liljeblom, E., & Pasternack, D. (2017). CEO power and matching leverage preferences. *Journal of Corporate Finance*, 45, 19–30. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2017.04.007>
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00842-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00842-3)
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. M. (1995). *Leverage, investment, and firm growth*. 40(1996).
- Lenney, E. (1977). Women's self-confidence in achievement settings. *Psychological Bulletin*, 84(1), 1–13. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.84.1.1>
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185–200. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.005>
- Malm, J., & Krolikowski, M. (2017). Litigation risk and financial leverage. *Journal of Economics and Finance*, 41(1), 180–194. <https://doi.org/10.1007/s12197-015-9348-0>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Matsa, B. D. A., & Miller, A. R. (2013). American Economic Association A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(3), 136–169.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (2013). The American Economic Review.

- American Economic Review*, 103(4), i–viii.  
<https://doi.org/10.1257/aer.103.4.i>
- Mogha, V., & Williams, B. (2021). Culture and capital structure: What else to the puzzle? *International Review of Financial Analysis*, 73(October 2020), 101614. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101614>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, XXXIX(3), 575–592.
- Nadeem, M., Suleman, T., & Ahmed, A. (2019). Women on boards, firm risk and the profitability nexus: Does gender diversity moderate the risk and return relationship? *International Review of Economics and Finance*, 64(December 2018), 427–442. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.08.007>
- Nha, B. D., Loan, N. T. B., & Nhung, N. T. T. (2016). Determinants of capital structure choice: Empirical evidence from Vietnamese listed companies. *Society and Economy*, 38(1), 29–45. <https://doi.org/10.1556/204.2016.38.1.3>
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00086.x>
- Petersen, M. A. (2009). Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>
- Ran, G., Fang, Q., Luo, S., & Chan, K. C. (2015). Supervisory board characteristics and accounting information quality: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 37, 18–32. <https://doi.org/10.1016/J.IREF.2014.10.011>
- ROLL, R. (1981). A Possible Explanation of the Small Firm Effect. *The Journal of Finance*, 36(4), 879–888. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1981.tb04890.x>
- Sartono, A. (2010). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi* (4th ed.). BPFE Yogyakarta.
- Selvam, S. (2020). Effects of customer industry competition on suppliers : Evidence from product market competition shocks. *Journal of Banking and Finance*, 114, 105788. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105788>
- Silverman, I. W. (2003). Gender Differences in Delay of Gratification: A Meta-Analysis. *Sex Roles*, 49(9), 451–463. <https://doi.org/10.1023/A:1025872421115>