

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Perusahaan manufaktur pada tahun 2019 mengalami pertumbuhan 4,01 persen dibandingkan dengan tahun 2018. Kenaikan ini besar dipengaruhi oleh naiknya produksi industri percetakan dan reproduksi media rekaman sebesar 19,58 persen dari tahun sebelumnya. Sedangkan industri bidang manufaktur yang paling besar mengalami penurunan, yakni sebesar 18,49 persen adalah industri barang logam, bukan mesin dan peralatannya

Menurut data dari Badan Pusat Statistik (BPS), terdapat pertumbuhan produksi industri manufaktur besar dan sedang triwulan IV tahun 2019 yang kenaikannya 3,62 persen (*y-on-y*) terhadap triwulan IV tahun 2018. Hal tersebut terutama disebabkan oleh kenaikan produksi industri farmasi, produk obat kimia dan obat tradisional, naik 18,58 persen. Sedangkan industri yang mengalami penurunan produksi terbesar adalah industri barang logam, bukan mesin dan peralatannya, turun 19,78 persen.

Pertumbuhan produksi industri manufaktur besar dan sedang triwulan IV tahun 2019 naik sebesar 0,09 persen (*q-to-q*) terhadap triwulan III tahun 2019. Industri yang mengalami kenaikan produksi tertinggi adalah industri bahan kimia dan barang dari bahan kimia, naik 13,07 persen. Sedangkan industri yang mengalami penurunan terbesar adalah industri komputer, barang elektronik dan optik, turun 11,85 persen (Marlina Kamil, 2019).

Tabel 1.1 Pertumbuhan Produksi Industri Manufaktur Besar dan Sedang Triwulan IV 2019 Menurut Jenis Industri KBLI 2-digit (persen)

Jenis Industri	Pertumbuhan (%)		
	<i>q-to-q</i>	<i>y-on-y</i>	2019
Industri Makanan	-2,52	3,39	3,74
Industri Minuman	-1,69	7,44	17,11
Industri Pengolahan Tembakau	6,65	-12,34	-2,89
Industri Tekstil	-1,37	-1,98	3,58

Industri Pakaian Jadi	-5,03	6,23	18,51
Industri Kulit, Barang dari Kulit dan Alas Kaki	-2,43	-6,51	-5,69
Industri Kayu, Barang dari Kayu dan Gabus (Tidak Termasuk Furnitur) dan Barang Anyaman dari Bambu, Rotan dan Sejenisnya	-2,43	-4,85	-10,33
Industri Kertas dan Barang dari Kertas	-1,65	1,78	5,49
Industri Pencetakan dan Reproduksi Media Rekaman	3,91	15,14	19,58
Industri Bahan Kimia dan Barang dari Bahan Kimia	13,07	8,73	6,02
Industri Farmasi, Produk Obat Kimia dan Obat Tradisional	11,48	18,58	5,57
Industri Karet, Barang dari Karet dan Plastik	-7,24	-17,05	-14,71
Industri Barang Galian Bukan Logam	12,63	-0,91	-7,45
Industri Logam Dasar	-3,11	-5,08	1,98
Industri Barang Logam, Bukan Mesin dan Peralatannya	1,88	-19,78	-18,49
Industri Komputer, Barang Elektronik dan Optik	-11,85	-15,55	-10,99
Industri Peralatan Listrik	-5,29	-1,17	5,30
Industri Mesin dan Perlengkapan ytdl	5,27	-15,53	-8,38
Industri Kendaraan Bermotor, Trailer dan Semi Trailer	-0,05	-9,01	-9,05
Industri Alat Angkutan Lainnya	-0,99	-1,77	-4,59
Industri Furnitur	3,82	7,83	6,63
Industri Pengolahan Lainnya	-9,21	-1,99	6,42
Jasa Reparasi dan Pemasangan Mesin dan Peralatan	-7,24	-18,06	-11,57
Industri Manufaktur Besar dan Sedang	0,09	3,62	4,01

Sumber: bps.go.id

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 ditahun 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.

Tabel 1.2 Debt-to-Equity Ratio Bidang Manufaktur Tahun 2014-2019

Tahun	<i>Miscellaneous Industry</i>	<i>Basic Industry and Chemical</i>	<i>Consumer goods Industry</i>
2014	1,65	0,78	-31,34
2015	1,74	1,8	-2,11
2016	1,67	1,48	0,97
2017	35,54	2,52	0,82
2018	-5,09	1,66	1,07
2019	0,35	1,55	0,66

Sumber: *IDX Statistics*

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.

Sejak pertama kali dibahas dalam Franco Modigliani dan Merton H. Miller (1958), studi mengenai stuktur modal telah mengalami perkembangan pesat. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa pilihan

antara *debt* dan *equity* tidak menjadi urusan yang penting. Kesimpulan ini diambil berdasarkan asumsi tertentu seperti tidak adanya pajak, biaya transaksi yang dapat diabaikan, dan kurangnya informasi yang beredar diantara pelaku pasar. Penelitian berikutnya mulai menyadari relevansi struktur modal, terutama melihat hasil penelitian sebelumnya yang cenderung umum (Harris & Raviv, 1991; Myers, 1984). Struktur modal didefinisikan sebagai pencampuran antara *Debt* dan *Equity* dalam pembiayaan perusahaan (Hackbarth, 2008; Muradoğlu Yaz Gulnur & Sivaprasad, 2012). Tentu saja, penelitian terbaru yang dilakukan mengenai struktur modal telah mempertahankan pandangan bahwa rasio *Debt-Equity* memainkan peran penting dalam valuasi perusahaan (Titman & Wessels, 1988; Welch, 2004), dan menunjukkan juga bahwa tiap perusahaan akan berbeda dalam pemilihan struktur modal mereka masing-masing. Ada banyak penelitian yang berargumen bahwa struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh keadaan di *board of director* (Berger, Ofek, & Yermack, 1997; Brander & Poitevin, 1992; Morellec, Nikolov, & Schürhoff, 2012; Zwiebel, 1996).

Board Diversity pada perusahaan telah mendapatkan banyak perhatian dalam beberapa tahun belakangan. Sejak tahun 2008, telah ada enam negara yang mengadopsi kuota terikat untuk mempromosikan keberagaman *gender* sementara beberapa negara yang lain mempunyai kuota tak terikat maupun aturan perundang-undangan yang berlaku (Smith, 2014). Sejumlah penelitian menguji dampak dari perbedaan *gender* di tingkat direksi yang biasanya dianjurkan untuk mencapai kesetaraan sosial ataupun lebih memfokuskan kemampuan antara para direksi yang mana dituangkan dalam artikel yang ditulis oleh Terjesen, Sealy, & Singh tahun 2009.

Dalam rangka mempertimbangkan apakah keragaman jenis kelamin akhirnya bermanfaat atau tidak, sebagian besar penelitian berfokus pada kinerja perusahaan ataupun nilai perusahaan. Hal tersebut terlihat pada studi yang dilakukan oleh Carter et al (2003), Adams & Ferreira (2009), Farrell

& Hersch (2005), maupun Ahern & Dittmar (2012). Beberapa penelitian lain di kecualikan seperti pada Giannetti & Zhao (2016), yang mempelajari hubungan antara keragaman etnis pada dewan perusahaan dan risiko perusahaan, serta pada M. E. Carter, Franco, & Gine (2017) yang menunjukkan bahwa semakin besar keragaman jenis kelamin pada dewan perusahaan menurunkan kesenjangan pendapatan antara direksi pria dan wanita.

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.

Masa jabatan *CEO* atau yang biasa disebut *CEO Tenure* memiliki pengaruh yang signifikan dalam kegiatan perusahaan. Pada awal masa jabatan sebagai *CEO*, baik dewan direksi ataupun investor biasanya tidak yakin tentang kemampuan *CEO* dan mengarah pada masalah kekhawatiran karir (Gibbons & Murphy, 1992; Holmstrom, 1982). Sebagai *CEO* dengan kinerja yang baik pada awal masa jabatan, maka memungkinkan untuk mendapat manfaat yang menguntungkan di masa depan seperti pengangkatan kembali ataupun otonomi yang lebih besar (Fama, 1980; Hermalin & Weisbach, 1998). Mereka memiliki keinginan yang kuat untuk menunjukkan kemampuan superior mereka di tahap awal ini. Selain itu, *CEO* yang baru menjabat memiliki pemikiran yang lebih panjang sehingga ada keinginan kuat untuk melakukan proyek jangka panjang dikarenakan dapat memetik manfaat dari investasi ini pada tahap selanjutnya di masa jabatan mereka. Hasilnya, terdapat dua arah ketertarikan yang berbeda pada masa jabatan awal: memberi sinyal untuk mengurangi masalah karir dan

berinvestasi untuk mendapat manfaat di masa *tenure*nya. Hal ini nampak pada keputusan *CEO* yang cenderung meningkatkan laba pada tahap awal masa jabatan mereka untuk mengurangi masalah karir mereka (Ali & Zhang, 2015).

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.

Profitabilitas menjadi salah satu faktor yang paling sering diuji mengenai *capital structure*. Teori *capital structure* memiliki pandangan yang berbeda mengenai hubungan antara *leverage* dan profitabilitas. Menurut teori *Trade-Off*, perusahaan yang profitabel harus menggunakan lebih banyak utang perihal perisai pajak (*tax shield*). Hal ini terjadi karena perusahaan memiliki kecenderungan untuk melindungi lebih banyak laba untuk mendapatkan manfaat pajak terkait dengan penggunaan *debt tax shield*. Hubungan positif juga dapat diasumsikan oleh fakta bahwa perusahaan yang menguntungkan memiliki pembiayaan utang lebih murah. Temuan ini sejalan dengan temuan Deesomsak, Paudyal, & Pescetto (2009), Delcoure (2007), Graham (2000), dan Piaw & Jais (2014). Demikian pula peningkatan utang akan berfungsi sebagai faktor disipliner bagi manajer ketika arus kas bebas (*free cash flow*) yang cenderung meningkat sejalan dengan meningkatnya profitabilitas (Jensen, 1986). Namun, di sisi lain, Fama & French (2002), Frank & Goyal (2003) serta penelitian lain menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dan *leverage*. Misalnya pada Kayhan & Titman (2007) yang menemukan juga

adanya hubungan dalam perubahan rasio utang, tetapi pengaruhnya cenderung lemah. Dikatakan bahwa dalam lingkungan yang dinamis dalam *Trade-Off theory*, hubungan antara profitabilitas dan *leverage* adalah negatif (Flannery & Rangan, 2006; Gaud, Jani, Hoesli, & Bender, 2005; Haron & Ibrahim, 2012; Huang & Ritter, 2009; Öztekin, 2015). Penelitian lain juga menjelaskan bahwa perusahaan yang *profitable* dapat memilih untuk mempertahankan dana internal mereka (laba ditahan) untuk mengambil keuntungan dari peluang investasi masa depan yang mengakibatkan tingkat *leverage* yang lebih rendah (Hennessy & Whited, 2005; Strebulaev, 2007).

Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh Daskalakis, Balios, & Dalla (2017), Jouda (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.

Ketika volatilitas pendapatan perusahaan meningkat, maka ada kemungkinan perusahaan gagal bayar atas pembayaran utang perusahaan. Hal ini mengurangi tingkat kepercayaan di antara kreditor untuk memberikan pinjaman baru ke perusahaan-perusahaan yang dianggap berisiko dan berakhir pada tingginya biaya keuangan perusahaan. Menurut teori *Trade-off*, perusahaan yang berisiko ini perlu menurunkan tingkat utang mereka untuk meminimalisir risiko kebangkrutan. Frank & Goyal (2009) menyatakan bahwa volatilitas dalam pendapatan dapat membatasi probabilitas penuh atas pemanfaatan perisai pajak (*tax shield*), yang

mengarah pada tingkat utang yang lebih rendah. DeAngelo & Masulis, (1980) berpendapat bahwa biaya utang akan meningkat pada perusahaan yang memiliki variabilitas dalam pendapatan karena investor cenderung tidak akan bisa memprediksi pendapatan perusahaan di masa yang akan datang secara akurat berdasarkan informasi yang tersedia. Bradley, Jarrell, & Kim, (1984) menyatakan bahwa variabilitas nilai perusahaan diharapkan menunjukkan pengaruh negatif pada *debt ratio* ketika *costs of financial distress* memiliki nilai yang signifikan. Hal ini berakibat pada hubungan negatif antara risiko bisnis dan *leverage* yang dimuat dalam penelitian Booth, Aivazian, Demircuc-Kunt, & Maksimovic (2001), de Jong, Kabir, & Nguyen (2008), Deesomsak et al. (2009), dan Delcoure (2007).

Sebaliknya, teori *Pecking Order* menjelaskan bahwa risiko yang lebih tinggi mengarah pada *leverage* yang lebih tinggi serta alasannya adalah bahwa volatilitas pendapatan akan mengakibatkan investor memerlukan tingkat pengembalian yang lebih tinggi, sehingga ada biaya yang lebih tinggi untuk mengeluarkan *equity* (Ariff, Taufiq, & Shamsheer, 2008; Deesomsak, Paudyal, & Pescetto, 2004; Rajan & Zingales, 1995; Sorokina, 2014).

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.

Berdasarkan penelitian sebelumnya ada banyak faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan seperti keberagaman gender

pemimpin perusahaan (Adusei & Obeng, 2019a), lamanya *CEO* menjabat (Ndaki et al., 2018), tingkat profitabilitas perusahaan (Jouida, 2018), ataupun tingkat risiko bisnis (Yildirim et al., 2018) yang memiliki hasil yang berbeda-beda satu penelitian dan lainnya. Serangkaian penelitian yang diuraikan diatas masih memberikan konstelasi hubungan antar variabel yang jelas yang dibuktikan dengan hasil penelitian yang berbeda-beda, sehingga penulis mengajukan proposal yang berjudul: “**Pengaruh *CEO Female*, *CEO Tenure*, *Profitability* dan *Business risk* terhadap *Capital Structure* pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019**”.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah disusun diatas, dapat dirumuskan masalah-masalah dalam penelitian yang dijabarkan sebagai berikut:

1. Apakah *CEO Female* berpengaruh signifikan terhadap *Capital Structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019?
2. Apakah *CEO Tenure* berpengaruh signifikan terhadap *Capital Structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019?
3. Apakah *Profitability* berpengaruh signifikan terhadap *Capital Structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019?
4. Apakah *Business risk* berpengaruh signifikan terhadap *Capital Structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang ada, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji secara empiris pengaruh *CEO Female* terhadap *Capital Structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019.
2. Untuk menguji secara empiris pengaruh *CEO Tenure* terhadap *Capital Structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019.
3. Untuk menguji secara empiris pengaruh *Profitability* terhadap *Capital Structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019.
4. Untuk menguji secara empiris pengaruh *Business risk* terhadap *Capital Structure* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019

1.4 Manfaat dan Kegunaan Penelitian

1.4.1 Manfaat Teoritis

- a. Menambah wawasan dan pengetahuan penulis mengenai *CEO Female*, *CEO Tenure*, *Profitability*, dan *Business Risk* serta menganalisis pengaruhnya terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan Debt to Equity Ratio (DER).
- b. Memberikan kontribusi kepada akademis untuk melengkapi pengetahuan teori yang telah ada dan sebagai bahan informasi serta referensi untuk penelitian selanjutnya.

1.4.2 Manfaat Praktis

- a. Bagi investor dan calon investor, penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan pengambilan keputusan investasi pada perusahaan manufaktur dengan melihat sisi struktur modalnya.
- b. Bagi perusahaan, penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu bahan informasi dan evaluasi untuk mengetahui besar pengaruh Board Diversity, CEO Tenure, Profitability serta risiko bisnis terhadap struktur modal.

1.5 Kebaruan Penelitian

Peneliti menyadari bahwa penelitian mengenai *capital structure* pada perusahaan di Indonesia sudah banyak dilakukan. Namun belum banyak yang membahas mengenai pengaruh *board diversity* yang diwakili oleh *CEO Female* serta *CEO tenure* jika dilihat dari penelitian terdahulu. Pada penelitian ini pula ini, peneliti berkontribusi dalam memberikan kebaruan penelitian dengan mengkaji pengaruh *profitability* dan *business risk* pada struktur modal perusahaan sektor manufaktur di Indonesia tahun 2014-2019. Selain itu, peneliti tidak dapat menemukan penelitian yang membahas tentang hubungan antara *CEO Female*, *CEO Tenure*, *Profitability* dan *Business risk* terhadap struktur modal dalam satu penelitian yang sama. Dengan adanya kekuangan pada penelitian terdahulu, penulis tertarik untuk memilih variabel-variabel tersebut sebagai objek penelitian.