

**PENGARUH KARAKTERISTIK PRIBADI DIREKTUR UTAMA
TERHADAP KEPUTUSAN *LEVERAGE* KEUANGAN PADA PERUSAHAAN
SEKTOR MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA**

SKRIPSI

*Diajukan Sebagai Salah Satu Persyaratan Guna Memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi Pada Program Studi Manajemen
Universitas Negeri Padang*



Oleh :

**ANDINI RIZKI PUTRI
2015/15059114**

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2020**

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

**PENGARUH KARAKTERISTIK PRIBADI DIREKTUR UTAMA TERHADAP
KEPUTUSAN *LEVERAGE* KEUANGAN PADA PERUSAHAAN SEKTOR
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Nama : Andini Rizki Putri
NIM/TM : 15059114/2015
Jurusan : Manajemen
Keahlian : Manajemen Keuangan
Fakultas : Ekonomi

Padang, Januari 2020

Disetujui Oleh :

Mengetahui,
Ketua Jurusan Manajemen


Perangki Susanto, SE, M.Sc, Ph.D
NIP. 19810404 200501 1 002

Pembimbing


Rosveni Rasvid, SE, M.E
NIP. 19610214 198912 2 001

HALAMAN PERSETUJUAN LULUS UJIAN SKRIPSI

Dinyatakan Lulus Setelah Dipertahankan di Depan Tim Penguji Skripsi
Jurusan Manajemen
Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Padang

PENGARUH KARAKTERISTIK PRIBADI DIREKTUR UTAMA TERHADAP KEPUTUSAN *LEVERAGE* KEUANGAN PADA PERUSAHAAN SEKTOR MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Nama : Andini Rizki Putri
NIM/TM : 15059114/2015
Jurusan : Manajemen
Keahlian : Manajemen Keuangan
Fakultas : Ekonomi

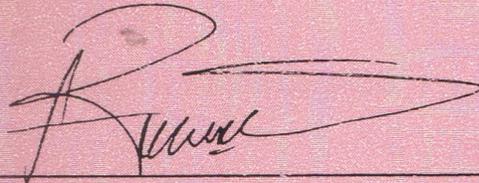
Padang, Januari 2020

TIM PENGUJI

TANDA TANGAN

Dr. Rosyeni Rasyid, S.E., M.E.

(Ketua)



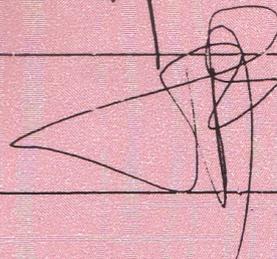
Abel Tasman, S.E., M.M.

(Penguji)



Rahmianti, S.E., M. Sc.

(Penguji)



SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : Andini Rizki Putri
NIM/ TM : 15059114/2015
Tempat / Tanggal Lahir : Padang / 30 Agustus 1997
Jurusan : Manajemen
Keahlian : Manajemen Keuangan
Fakultas : Ekonomi
Alamat : Komp. Puri Lestari blok F no. 12 Parak Laweh, Padang.
No. Hp/Telephone : 081268834077
Judul Skripsi : Pengaruh karakteristik pribadi direktur utama terhadap keputusan *leverage* keuangan pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Karya tulis/skripsi ini adalah hasil dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik (sarjana) baik di UNP maupun perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis/skripsi ini murni gagasan, rumusan, dan penelitian saya sendiri tanpa bantuan pihak lain kecuali arahan tim pembimbing.
3. Pada karya tulis/skripsi ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain kecuali tertulis dengan jelas di cantumkan pada daftar pustaka.
4. Karya tulis/skripsi ini **Sah** apabila telah ditandatangani **Asli** oleh tim pembimbing, tim penguji dan ketua Jurusan.

Demikianlah pernyataan ini saya buat dengan sungguh-sungguh dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran di dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima **sanksi akademik** berupa pencabutan gelar akademik yang telah diperoleh karena karya tulis/skripsi ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di perguruan tinggi.

Padang, Januari 2020

Penulis



Andini Rizki Putri
NIM. 15059114

ABSTRAK

Andini Rizki Putri (2015/15059114) : **Pengaruh Karakteristik Pribadi Direktur Utama terhadap Keputusan *Leverage* Keuangan pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**

Dosen Pembimbing : **Rosyeni Rasyid, S.E, M.E.**

This study aims to analyze the effect of (1) age, (2) experience, (3) education, and (4) founders on financial leverage decisions on manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. This study uses four control variables, namely profitability, firm size, asset structure and liquidity. The population in this study are all manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Whereas the sample in this study was determined by the purposive sampling method, in order to obtain 435 company-year samples. However, the final sample of this study was 245 due to data outliers. The type of data used in this study is secondary data obtained from IDX ICMD and sample company annual reports. The analytical method used is multiple linear regression analysis. The results of this study concluded that (1) age had a negative and significant effect on financial leverage decisions (DAR) in manufacturing companies, (2) experience had not effect on financial leverage decisions (DAR) on manufacturing companies, (3) education had a negative effect and significant to financial leverage decisions (DAR) in manufacturing companies, (4) founders have influence on financial leverage decisions (DAR) in manufacturing companies, (5) age has a negative and significant effect on financial leverage (LDAR) decisions on manufacturing companies, (6) experience had not effect on financial leverage decisions (LDAR) in manufacturing companies, (7) education has a negative and significant effect on financial leverage decisions (LDAR) on manufacturing companies, and (8) founders have not influence to the decision on financial leverage (LDAR) of the company an manufacturing.

Keywords: usia, pengalaman, pendidikan, pendiri, keputusan *leverage* keuangan

KATA PENGANTAR



Puji dan syukur penulis ucapkan kehadirat ALLAH SWT atas segala rahmat, nikmat dan karunia-Nya sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Pengaruh Karakteristik Pribadi Direktur Utama terhadap Keputusan *Leverage* Keuangan pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”**. Skripsi ini merupakan salah satu syarat menyelesaikan studi S1 pada Jurusan Manajemen dan untuk mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis telah banyak mendapat bantuan dan dorongan, baik moril maupun materil dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis dengan segala kerendahan hati mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

- a. Ibu Rosyeni Rasyid, S.E., M.E. selaku Pembimbing yang telah meluangkan waktu dan pikirannya untuk membimbing penulis dengan penuh kesabaran untuk menyelesaikan skripsi ini.
- b. Bapak Abel Tasman, S.E., M.M selaku penguji I dan Ibu Rahmiati, S.E., M.Sc. selaku penguji II yang telah memberikan saran perbaikan dalam penyelesaian skripsi ini.
- c. Bapak Arief Maulana, S.E, M.M. selaku Pembimbing Akademik yang telah membimbing penulis dalam menjalani perkuliahan.

d. Rekan-rekan seperjuangan mahasiswa Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang dan semua pihak yang telah memberikan dorongan dan bantuan dalam menyelesaikan skripsi ini.

Semoga bantuan, bimbingan dan arahan yang bapak/ibu, serta rekan-rekan berikan menjadi suatu nilai ibadah dan diberikan balasan dari Allah SWT. Hanya kepada Allah SWT kita kembalikan semua urusan dan semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak.

Padang, Januari 2020

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
DAFTAR LAMPIRAN	viii
BAB 1 PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Identifikasi Masalah	14
C. Batasan Masalah	15
D. Rumusan Masalah	15
E. Tujuan Penelitian	16
F. Manfaat Penelitian	17
BAB 2 KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	
A. Kajian Teori	18
1. <i>Leverage</i> Keuangan	18
2. Teori <i>Leverage</i> Keuangan	19
3. Rasio <i>Leverage</i> Keuangan	31
4. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi <i>Leverage</i> Keuangan	33
B. Penelitian Terdahulu	40
C. Kerangka Konseptual	43
D. Hipotesis	47
BAB 3 METODE PENELITIAN	
A. Jenis Penelitian	49
B. Objek Penelitian	49
C. Jenis dan Sumber Data	49
1. Jenis Data	50
2. Sumber Data	50
D. Populasi dan Sampel	50
1. Populasi	50
2. Sampel	51
E. Teknik Pengumpulan Data	54
F. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	54
1. Variabel Dependen (Y)	54
2. Variabel Independen (X)	55
3. Variabel Kontrol	57
G. Uji Asumsi Klasik	61
1. Uji Normalitas	61
2. Uji Multikolonieritas	62
3. Uji Heterokedastisitas	62

4.	Uji Autokolerasi	63
H.	Teknik Analisis Data	64
1.	Analisis Regresi Berganda	64
2.	Uji Kelayakan Model	65
BAB 4 HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN		
A.	Gambaran Umum Objek Peneitian	67
1.	Perkembangan Bursa Efek Indonesia	67
2.	Gambaran Umum Perusahaan Sektor Manufaktur	69
B.	Deskripsi Variabel Penelitian	70
1.	<i>Leverage</i> Keuangan	71
2.	Usia	73
3.	Pengalaman	74
4.	Pendidikan	74
5.	Pendiri	75
C.	Analisis Data	76
1.	Uji Asumsi Klasik	76
2.	Model Regresi Linear Berganda	81
3.	Uji Kelayakan Model (<i>Goodness of Fit Test</i>)	86
D.	Pembahasan	91
1.	Pengaruh Usia terhadap <i>Leverage</i> Keuangan (DAR)	91
2.	Pengaruh Pengalaman terhadap <i>Leverage</i> Keuangan (DAR)	92
3.	Pengaruh Pendidikan terhadap <i>Leverage</i> Keuangan (DAR)	93
4.	Pengaruh Pendiri terhadap <i>Leverage</i> Keuangan (DAR)	94
5.	Pengaruh Usia terhadap <i>Leverage</i> Keuangan (LDAR)	95
6.	Pengaruh Pengalaman terhadap <i>Leverage</i> Keuangan (LDAR)	97
7.	Pengaruh Pendidikan terhadap <i>Leverage</i> Keuangan (LDAR)	98
8.	Pengaruh Pendiri terhadap <i>Leverage</i> Keuangan (LDAR)	99
BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN		
A.	Simpulan	102
B.	Saran	104
DAFTAR PUSTAKA		106
DAFTAR LAMPIRAN		111

DAFTAR TABEL

Tabel 1.	<i>Debt to Total Aset</i>	3
Tabel 2.	<i>Long Term Debt to Total Aset</i>	4
Tabel 3.	Usia	7
Tabel 4.	Pengalaman	9
Tabel 5.	Pendidikan	10
Tabel 6.	Pendiri	12
Tabel 7.	Tinjauan Penelitian Terdahulu	42
Tabel 8.	Kriteria Pengambilan Sampel	51
Tabel 9.	Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur	52
Tabel 10.	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	60
Tabel 11.	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	71
Tabel 12.	Hasil Uji Normalitas dengan DAR dan LDAR	77
Tabel 13.	Hasil Uji Multikolinearitas dengan DAR dan LDAR	78
Tabel 14.	Hasil Uji Regresi Linear Berganda dengan DAR	81
Tabel 15.	Hasil Uji Regresi Linear Berganda dengan LDAR	81

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Perspektif <i>Upper-Echelons</i>	26
Gambar 2. Model Penelitian	47
Gambar 3. <i>Scatterplot</i> dengan DAR	79
Gambar 4. <i>Scatterplot</i> dengan LDAR	79

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.	DAR Perusahaan Manufaktur	111
Lampiran 2.	LDAR Perusahaan Manufaktur	113
Lampiran 3.	Usia Direktur Utama Perusahaan Manufaktur	120
Lampiran 4.	Pengalaman Direktur Utama Perusahaan Manufaktur	122
Lampiran 5.	Pendidikan Direktur Utama Perusahaan Manufaktur	125
Lampiran 6.	Pendiri Direktur Utama Perusahaan Manufaktur	127
Lampiran 7.	Profitabilitas Perusahaan Manufaktur	129
Lampiran 8.	Ukuran Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur	132
Lampiran 9.	Struktur Aktiva Perusahaan Manufaktur	136
Lampiran 10.	Likuiditas Perusahaan Manufaktur	142
Lampiran 11.	Hasil Olah Data Statistik SPSS 24.0 dengan DAR	145
Lampiran 12.	Hasil Olah Data Statistik SPSS 24.0 dengan LDAR	148

BAB I

PENDAHULUAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai latar belakang masalah dilanjutkan dengan identifikasi masalah, batasan masalah, rumusan masalah dan bab ini akan diakhiri dengan manfaat penelitian.

A. Latar Belakang

Persaingan bisnis di Indonesia yang semakin ketat tidak terlepas dari pengaruh kondisi ekonomi, sosial, politik serta teknologi. Perkembangan kondisi-kondisi tersebut menyebabkan ketidakpastian dalam lingkungan persaingan. Persaingan bisnis yang terus meningkat mengharuskan perusahaan untuk melakukan berbagai inovasi dan strategi bisnis agar memiliki kinerja yang baik dan mampu tetap bertahan di tengah persaingan. Salah satu sektor yang terus berkembang dalam menghadapi persaingan adalah manufaktur.

Sektor industri manufaktur adalah salah satu sektor yang secara konsisten menjadi tumpuan bagi pendapatan domestik bruto (PDB) nasional (m.kontan.co.id, 2017). Berdasarkan data Badan Pusat Statistik (BPS), sektor manufaktur pada Kuartal III/2017 menyumbang produk domestik bruto (PDB) sebesar 19,93%. Kinerja emiten sektor industri manufaktur yang terbilang cukup baik. Secara indeks sektoral pun, kinerja saham emiten industri manufaktur semester I/2017 tumbuh 10,76% year to date. Alasan lain yang menguatkan, karena produk-produk manufaktur sudah mulai banyak yang bersaing di ranah global dan mulai menguasai pangsa pasar global. Beberapa alasan tersebut

menunjukkan peluang yang harus di manfaatkan oleh perusahaan manufaktur untuk investasi dan ekspansi usaha. Perusahaan membutuhkan modal untuk membiayai rencana investasi maupun ekspansi tersebut, sehingga perusahaan harus memperhatikan struktur modalnya. Maka dari itu, penulis tertarik untuk melihat bagaimana pengambilan keputusan pendanaan pada perusahaan manufaktur.

Pengambilan keputusan pendanaan berkaitan dengan penentuan dan perbandingan terbaik dari sumber-sumber dana yang akan digunakan oleh perusahaan. Sumber-sumber dana tersebut berasal dari dalam (*internal financing*) berupa modal sendiri dan luar perusahaan (*external financing*) berupa hutang dan penerbitan saham baru. Pemilihan keputusan pendanaan dengan hutang oleh perusahaan disebut dengan *leverage* keuangan. *Leverage* keuangan adalah penggunaan aset (*operating*) dan sumber dana (*financial*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (Kasmir, 2006). Penggunaan *leverage* ini dalam struktur modal perusahaan menandakan perusahaan tersebut menghimpun pendanaan dari luar perusahaan dengan harapan dapat meningkatkan laba perusahaan kedepannya. Tetapi penggunaannya juga akan memperbesar risiko. Dimana perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaanya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya. Sehingga penting bagi perusahaan untuk membuat keputusan *leverage* keuangan yang tepat.

Leverage keuangan dalam penelitian ini akan diproksikan dengan menggunakan dua pengukuran yaitu menggunakan *Debt To Asset Ratio* (DAR)

dan *Long Term Debt to Total Assets Ratio* (LDAR). DAR merupakan salah satu pengukuran struktur modal yang digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai dengan hutang atau seberapa besar hutang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva (Kasmir, 2006). Semakin kecil rasio ini berarti semakin kecil jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan. *Long Term Debt to Total Asset* (LDAR) adalah rasio yang menggambarkan besarnya tingkat penggunaan hutang jangka panjang dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Semakin kecil rasio ini berarti semakin kecil jumlah modal pinjaman jangka panjang yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan.

Dari perusahaan sektor manufaktur terdapat 144 perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode 2014-2018. Tabel 1 menggambarkan DAR beberapa perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2014-2018.

Tabel 1. DAR Beberapa Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di BEI 2014-2018

Nama Perusahaan	DAR				
	2014	2015	2016	2017	2018
Argo Pantes Tbk	115,00	124,00	149,00	173,00	177,00
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	48,00	49,00	42,00	36,00	32,00
Ever Shine Tex	66,00	77,00	67,00	76,00	76,00
Gunawan Dianjaya Steel Tbk	36,00	32,00	34,00	34,00	40,00
Pelat Timah Nusantara Tbk	71,00	67,00	67,00	67,00	70,00
Rata-rata	67,20	69,80	71,80	77,20	79,00

Sumber: Berbagai sumber (data diolah)

Berdasarkan Tabel 1 terlihat perkembangan DAR beberapa perusahaan sektor manufaktur tahun 2014-2018 mengalami kenaikan. DAR tertinggi terjadi pada perusahaan Argo Pantes Tbk tahun 2018 sebesar 177%. Hal ini berarti

bahwa hutang perusahaan tersebut berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva sebesar 177%. DAR terendah pada perusahaan Gunawan Dianjaya Steel Tbk tahun 2015 sebesar 32,00%. Secara rata-rata, rasio pendanaan beberapa perusahaan sektor manufaktur juga mengalami peningkatan. Rata-rata DAR pada tahun 2014 sebesar 67,20% mengalami peningkatan tahun 2015 menjadi 69,80% dan 71,80% pada tahun 2016. Pada tahun 2017 nilai DAR kembali mengalami peningkatan menjadi 77,20% dan diikuti di tahun 2018 menjadi 79%. Tabel 2 menggambarkan LDAR beberapa perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2014-2018.

Tabel 2. LDAR Beberapa Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di BEI 2014-2018

Nama Perusahaan	LDAR				
	2014	2015	2016	2017	2018
Argo Pantes Tbk	65,94	66,58	72,54	62,13	62,76
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	26,13	26,01	18,58	15,33	14,16
Ever Shine Tex	437423,74	1228,53	360,98	32,12	18,15
Gunawan Dianjaya Steel Tbk	6351,09	3079,87	2594,40	3,81	3,98
Pelat Timah Nusantara Tbk	2,86	4,11	3,90	3,53	2,97
Rata-rata	88773,95	881,02	610,08	23,39	20,40

Sumber: Berbagai sumber (data diolah)

Berdasarkan Tabel 2 terlihat perkembangan LDAR beberapa perusahaan sektor manufaktur tahun 2014-2018 mengalami penurunan. LDAR tertinggi terjadi pada perusahaan Ever Shine Tex Tbk tahun 2014 sebesar 437.423,74%. Hal ini berarti bahwa hutang jangka panjang perusahaan tersebut berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva sebesar 437.423,74% hutang. LDAR terendah pada perusahaan Pelat Timah Nusantara Tbk tahun 2014 sebesar 2,86%. Secara rata-rata, rasio pendanaan beberapa perusahaan sektor manufaktur juga mengalami

penurunan. Rata-rata LDAR pada tahun 2014 sebesar 88.773,95% mengalami penurunan tahun 2015 menjadi 881,02% dan 610,08% pada tahun 2016. Pada tahun 2017 nilai LDAR kembali mengalami penurunan menjadi 23,39% dan diikuti di tahun 2018 menjadi 20,40%. Sartono (2012) menyatakan bahwa salah satu tolak ukur keberhasilan perusahaan adalah bagaimana perusahaan itu memenuhi hutang jangka panjangnya (*Leverage*).

Manajer yang tidak ingin mengambil risiko tinggi lebih memilih menggunakan pendanaan dengan hutang dalam jumlah yang sedikit. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan memiliki urutan dalam penggunaan dana. Dimana urutannya yaitu: perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam. Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi (Hutang) (Myers dan Majluf, 1984).

Terdapat banyak faktor yang mempengaruhi *leverage* keuangan. Salah satu faktor yang menarik untuk dianalisis saat ini ialah faktor individu yang dimiliki oleh direktur utama. Menurut Sitthipongpanich dan Polsiri (2015) karakteristik pribadi direktur utama adalah faktor utama yang menjadi perhatian pemilik perusahaan, karena kekuatan pengambilan keputusan operasi perusahaan berada di tangan seorang manajer. Teori *upper echelon* (UET) memberikan dasar teoritis dalam hal ini. Teori ini menyatakan bahwa atribut atau sifat dan latar belakang eksekutif menentukan hasil organisasi, kemungkinan tindakan dan tingkat kinerja (Hambrick dan Mason, 1984). Ini menunjukkan bahwa semakin sulit pengambilan

keputusan yang diambil dan pencapaian yang ditargetkan oleh perusahaan maka semakin penting pengaruh dari karakteristik individu direktur utama. Menurut Ting (2015) faktor-faktor yang mempengaruhi leverage meliputi *CEO overconfidence level, age, education, experience, gender, tenure, network*, dan *founder*. Thijssen (2017) juga menyatakan bahwa *age, gender, economy education, law education, business education, engineer education, founder, dan functional Experience* dapat mempengaruhi keputusan struktur modal. Namun dalam penelitian ini akan berfokus pada faktor-faktor yang dianggap paling berpengaruh pada pengambilan keputusan *leverage* keuangan yaitu usia, pengalaman, pendidikan dan pendiri.

Empat variabel tersebut dipilih karena terdapat banyak penelitian terdahulu yang mendukung serta adanya perbedaan hasil penelitian variabel-variabel tersebut terhadap keputusan *leverage* keuangan. Selain itu, dalam penelitian ini juga ditambahkan empat variabel kontrol yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan likuiditas. Pemilihan keempat variabel kontrol tersebut dikarenakan terdapat banyak literatur yang mendukung dan variabel-variabel tersebut diduga sangat berpengaruh terhadap *leverage* keuangan namun berada di luar lingkup variabel penelitian. Sehingga dilakukan kontrol agar memberikan eksplanasi hasil penelitian yang lebih baik.

Tabel 3. Data Usia Direktur Utama Beberapa Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2014-2018

Nama Perusahaan	AGE (Tahun)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Argo Pantes Tbk	46	47	48	49	50
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	66	67	58	59	60
Ever Shine Tex	61	62	63	64	65
Gunawan Dianjaya Steel Tbk	75	76	77	78	79
Pelat Timah Nusantara Tbk	56	57	58	59	60
Rata-rata	60,8	61,8	60,8	61,8	62,8

Sumber : Annual Report Perusahaan

Tabel 3 menunjukkan data usia direktur utama beberapa perusahaan manufaktur pada tahun 2014-2018. Faktor pertama yang mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan yaitu usia. Direktur utama yang lebih tua memiliki pemahaman yang lebih baik tentang perusahaan daripada yang lebih muda (Sitthipongpanich dan Polsiri, 2015). Pemahaman yang dimiliki direktur utama tersebut menghasilkan keputusan-keputusan yang lebih rasional. Hal ini selaras dengan teori *upper-echelon* yang menyatakan bahwa direktur utama yang berusia lebih tua cenderung enggan untuk mengambil risiko dan kurang agresif. Sehingga mereka akan memilih pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal (Hambrick dan Mason, 1984). Dengan demikian, variasi usia direktur utama mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan perusahaan, dimana semakin tinggi usia direktur utama maka semakin rendah penggunaan hutang, begitupun sebaliknya.

Terlihat pada Tabel 3 yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki direktur utama berusia lebih tua adalah Charoen Pokphand Indonesia Tbk. Sedangkan, perusahaan yang memiliki direktur utama berusia lebih muda yaitu

Argo Pantes Tbk. Jika dihubungkan antara usia dengan nilai DAR dan LDAR tampak hubungan yang tidak searah. Hal ini terlihat dari nilai DAR Charoen Pokphand Indonesia Tbk yang mengalami penurunan selama tahun 2014-2018, dimana nilai DAR tahun 2014 sebesar 48% mengalami kenaikan menjadi 49% di tahun 2015 dan penurunan di tiga tahun berikutnya menjadi 42% di tahun 2016, 36% di tahun 2017 serta 32% di tahun 2018. Begitu juga nilai LDAR mengalami penurunan selama tahun 2014-2018, dimana nilai LDAR tahun 2014 sebesar 26,13% turun menjadi 26,01% di tahun 2015 dan penurunan terus menerus di tahun-tahun berikutnya menjadi 18,58% di tahun 2016, 15,33% di tahun 2017 dan 14,16% di tahun 2018. Penurunan ini diikuti dengan perusahaan yang memiliki direktur utama berusia lebih tua.

Sedangkan terjadi ketidaksesuaian pada Argo Pantes Tbk yang memiliki direktur utama berusia lebih muda mengalami penurunan nilai LDAR selama tahun 2014-2018, dimana nilai LDAR tahun 2014 sebesar 65,94% mengalami kenaikan menjadi 66,58% di tahun 2015 dan 72,54% di tahun 2016. Namun nilai LDAR di tahun berikutnya mengalami penurunan menjadi 62,13% di tahun 2017 dan 62,76% di tahun 2018. Sehingga terlihat bahwa adanya hubungan yang negatif antara usia dengan keputusan *leverage* keuangan.

Tabel 4. Data Pengalaman Direktur Utama Beberapa Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2014-2018

Nama Perusahaan	EXP				
	2014	2015	2016	2017	2018
Argo Pantes Tbk	0	0	0	0	0
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	0	0	0	0	0
Ever Shine Tex	0	0	0	0	0
Gunawan Dianjaya Steel Tbk	1	1	1	1	1
Pelat Timah Nusantara Tbk	0	0	0	0	0
Rata-rata	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Sumber : Annual Report Perusahaan

Tabel 4 menunjukkan data pengalaman direktur utama beberapa perusahaan manufaktur pada tahun 2014-2018. Faktor kedua yang mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan yaitu pengalaman. Berdasarkan teori *upper-echelon*, pembuatan keputusan manajerial juga dipengaruhi oleh pengalaman dan skill yang dimiliki oleh direktur utama itu sendiri (Hambrick dan Mason, 1984). Menurut Patzelt dkk (2008) menyebutkan bahwa pengalaman direktur utama yang diperolehnya selama ini dapat meningkatkan pengetahuan mengenai pasar dan membantu dalam mengidentifikasi peluang. Begitu pula pengalaman tersebut secara signifikan mempengaruhi keputusan penggunaan hutang (Ting, 2015). Dengan kata lain, pengalaman direktur utama sebelumnya dapat memberikan dampak terhadap rencana strategis dan pengambilan keputusan. Oleh karena itu, semakin berpengalaman direktur utama perusahaan maka semakin tinggi penggunaan hutang.

Terlihat pada Tabel 4 yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki direktur utama berpengalaman adalah Gunawan Dianjaya Steel Tbk. Sedangkan,

perusahaan yang memiliki direktur utama yang belum berpengalaman yaitu Pelat Timah Nusantara Tbk. Jika dihubungkan antara pengalaman dengan nilai DAR dan LDAR tampak hubungan yang searah. Hal ini terlihat dari nilai LDAR Pelat Timah Nusantara Tbk yang mengalami penurunan selama tahun 2014-2018, dimana nilai LDAR tahun 2014 sebesar 2,86% mengalami peningkatan menjadi 4,11% di tahun 2015 dan penurunan di beberapa tahun berikutnya menjadi 3,90% di tahun 2016 dan 3,53% di tahun 2017 serta 2,97% di tahun 2018. Penurunan ini diikuti dengan perusahaan yang memiliki direktur utama yang belum berpengalaman. Sehingga terlihat bahwa adanya hubungan yang positif antara pengalaman dengan keputusan *leverage* keuangan.

Tabel 5. Data Pendidikan Direktur Utama Beberapa Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2014-2018

Nama Perusahaan	EDU				
	2014	2015	2016	2017	2018
Argo Pantes Tbk	6	6	6	6	6
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	4	4	6	6	6
Ever Shine Tex	2	2	2	2	2
Gunawan Dianjaya Steel Tbk	4	4	4	4	4
Pelat Timah Nusantara Tbk	6	6	6	6	6
Rata-rata	4,4	4,4	4,8	4,8	4,8

Sumber : Annual Report Perusahaan

Tabel 5 menunjukkan data pendidikan direktur utama beberapa perusahaan manufaktur pada tahun 2014-2018. Faktor ketiga yang mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan yaitu pendidikan. Pendidikan menggambarkan kemampuan kognitif direktur utama yang memberi pengaruh kuat terhadap keputusan strategis perusahaan. Berdasarkan *upper-echelon* teori, direktur utama yang menamatkan

pendidikan formal yang lebih tinggi dididik untuk mengejar kinerja jangka pendek dengan mengorbankan inovasi dan pembangunan aset (Hambrick dan Mason, 1984). Menurut Barker dan Mueller (2002), direktur utama yang berpendidikan lebih tinggi cenderung menghindari risiko. Risiko disini diindikasikan terhadap risiko yang timbul akibat pemilihan pendanaan dengan hutang. Maka dapat dikatakan, semakin tinggi tingkat pendidikan direktur utama maka semakin rendah pula penggunaan hutang. Maka dapat dikatakan, semakin tinggi tingkat pendidikan direktur utama maka semakin rendah pula penggunaan hutang.

Terlihat pada Tabel 5 bahwa perusahaan yang mempunyai direktur utama dengan tingkat pendidikan tinggi yaitu perusahaan Pelat Timah Nusantara Tbk. Sedangkan perusahaan yang mempunyai direktur utama dengan tingkat pendidikan dibawahnya yaitu Ever Shine Tex Tbk. Jika dihubungkan antara pendidikan dengan nilai DAR dan LDAR tampak adanya pengaruh. Hal ini terlihat pada perusahaan Pelat Timah Nusantara Tbk yang mengalami penurunan nilai DAR dan LDAR selama tahun 2014-2018 serta diikuti dengan memiliki direktur utama dengan tingkat pendidikan tinggi. Namun, pada perusahaan Argo Pantes Tbk terjadi ketidaksesuaian dimana perusahaan tersebut memiliki direktur utama dengan tingkat pendidikan tinggi namun diikuti dengan peningkatan nilai DAR selama tahun 2014-2018. Sehingga terlihat bahwa adanya hubungan yang negatif antara pendidikan dengan keputusan *leverage* keuangan.

Tabel 6. Data Pendiri Direktur Utama Beberapa Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2014-2018

Nama Perusahaan	FOUND				
	2014	2015	2016	2017	2018
Argo Pantes Tbk	0	0	0	0	0
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	0	0	0	0	0
Ever Shine Tex	1	1	1	1	1
Gunawan Dianjaya Steel Tbk	0	0	0	0	0
Pelat Timah Nusantara Tbk	0	0	0	0	0
Rata-rata	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Sumber : Annual Report Perusahaan

Tabel 6 menunjukkan data pendiri direktur utama beberapa perusahaan manufaktur pada tahun 2014-2018. Faktor keempat yang mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan yaitu pendiri. Berdasarkan teori *upper-echelon*, pendiri mencerminkan jalur fungsional yang dimiliki oleh CEO (Hambrick dan Mason, 1984). Dimana pendiri perusahaan yang sekaligus menempati posisi sebagai direktur utama mempengaruhi strategi dan operasi perusahaan. Selaras dengan penelitian Fischer dan Pollocks (2004) yang menyatakan bahwa pendiri sebagai direktur utama terlibat terhadap pertumbuhan dan keberhasilan suatu perusahaan karena persepsi yang dimilikinya dapat memberi motivasi untuk memperoleh manfaat dari perusahaan. Dengan kata lain, pendiri memiliki pengaruh positif terhadap keputusan *leverage* keuangan.

Terlihat pada Tabel 6 bahwa perusahaan yang mempunyai direktur utama merupakan pendiri perusahaan yaitu Ever Shine Tex Tbk. Sedangkan perusahaan yang mempunyai direktur utama bukan merupakan pendiri perusahaan yaitu Pelat Timah Nusantara Tbk. Jika dihubungkan dengan DAR dan LDAR terlihat adanya pengaruh, dimana perusahaan Ever Shine Tex Tbk yang mengalami peningkatan

selama tahun 2014-2018, dimana nilai LDAR tahun 2014 sebesar 66% mengalami penurunan menjadi 77% di tahun 2015 dan mengalami penurunan 67% di tahun 2016. Kemudian meningkat kembali menjadi 76% di tahun 2017 dan 2018 serta diikuti dengan memiliki direktur utama yang merupakan pendiri perusahaan.

Beberapa penelitian mengenai keputusan *leverage* keuangan telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya, diantaranya ialah penelitian yang telah dilakukan oleh Hambrick dan Mason (1984) yang menemukan bahwa usia secara signifikan berpengaruh negatif terhadap keputusan *leverage* keuangan. Selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Ting dkk (2015), Serfling (2014) dan Thijssen (2017). Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Matemilola (2017) menemukan bahwa pengalaman memiliki pengaruh positif terhadap keputusan *leverage* keuangan. Namun, hasil penelitian ini berbeda dengan yang dilakukan oleh Ting dkk (2015) dan Thijssen (2017), dimana penelitian tersebut menyatakan bahwa pengalaman berpengaruh negatif terhadap keputusan *leverage* keuangan.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Hambrick dan Mason (1984) menemukan bahwa pendidikan berpengaruh negatif terhadap keputusan *leverage* keuangan. Selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Kaur (2018). Namun, hasil penelitian tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ting (2015) yang menemukan bahwa pendidikan memiliki pengaruh positif terhadap keputusan *leverage* keuangan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Thijssen (2017) menemukan bahwa pendiri secara signifikan mempunyai pengaruh terhadap keputusan *leverage* keuangan. Sedangkan, penelitian yang dilakukan

Ting dkk (2015) menemukan bahwa pendiri secara tidak berpengaruh positif terhadap keputusan *leverage* keuangan.

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu tersebut diperoleh hasil yang tidak konsisten mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan. Hal itu menjadi menarik untuk diteliti lebih lanjut mengenai pengaruh karakteristik pribadi direktur utama terhadap keputusan *leverage* keuangan yang dikontrol oleh variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan likuiditas sesuai dengan teori-teori yang telah ada. Dari uraian diatas penulis tertarik meneliti tentang **Pengaruh Karakteristik Pribadi Direktur Utama terhadap Keputusan *Leverage* Keuangan pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.**

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas, dapat diidentifikasi beberapa permasalahan yaitu:

1. Terdapat banyak faktor yang mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan, namun penelitian ini membahas faktor penentu yang jarang diteliti yaitu karakteristik pribadi direktur utama.
2. Adanya perbedaan hasil penelitian antara peneliti satu dengan peneliti lainnya mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan.

C. Batasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah, terdapat berbagai masalah yang dapat diteliti pada penelitian ini. Namun tidak semua permasalahan dapat dibahas satu persatu. Agar penelitian ini mempunyai ruang lingkup yang jelas dan terarah, maka penulis melakukan pembatasan masalah pada faktor-faktor yang dianggap penting dan berpengaruh terhadap keputusan *leverage* keuangan yaitu usia, pengalaman, pendidikan dan pendiri serta berfokus pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2018.

D. Rumusan Masalah

Berdasarkan batasan masalah, dalam penelitian ini masalah yang akan dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh usia terhadap keputusan *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI?
2. Bagaimana pengaruh pengalaman terhadap keputusan *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI?
3. Bagaimana pengaruh pendidikan terhadap keputusan *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI?
4. Bagaimana pengaruh pendiri terhadap keputusan *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI?
5. Bagaimana pengaruh usia terhadap keputusan *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI?

6. Bagaimana pengaruh pengalaman terhadap keputusan *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI?
7. Bagaimana pengaruh pendidikan terhadap keputusan *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI?
8. Bagaimana pengaruh pendiri terhadap keputusan *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI?

E. Tujuan Penelitian

Sehubungan dengan masalah yang disebutkan diatas maka tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Menganalisis pengaruh usia terhadap keputusan *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Menganalisis pengaruh pengalaman terhadap keputusan *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. Menganalisis pengaruh pendidikan terhadap keputusan *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI.
4. Menganalisis pengaruh pendiri terhadap keputusan *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI.
5. Menganalisis pengaruh usia terhadap keputusan *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI.
6. Menganalisis pengaruh pengalaman terhadap keputusan *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI.

7. Menganalisis pengaruh pendidikan terhadap keputusan *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI.
8. Menganalisis pengaruh pendiri terhadap keputusan *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI.

F. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat dari penelitian ini adalah:

1. Bagi Penulis

Menambah wawasan dan pengetahuan, serta mengaplikasikan ilmu pengetahuan tentang kebijakan hutang, dan sebagai salah satu syarat guna memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

2. Bagi Akademisi

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi literatur sebagai bukti empiris mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *leverage* keuangan. Penelitian ini juga dapat digunakan sebagai referensi bagi peneliti selanjutnya.

3. Bagi Manajemen Perusahaan

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai pertimbangan oleh manajemen dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan hutang yang ada kaitannya dengan karakteristik pribadi direktur utama.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS

Bab ini akan diawali dengan pembahasan tentang teori yang relevan dengan penelitian, kemudian dilanjutkan dengan kerangka konseptual, penelitian terdahulu, dan kemudian diakhiri dengan perumusan hipotesis.

A. Kajian Teori

Kajian teori berisi mengenai pembahasan tentang struktur modal, teori- teori struktur modal, komponen struktur modal dan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal.

1. *Leverage* Keuangan

Salah satu keputusan penting yang diambil oleh eksekutif perusahaan adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan bertujuan untuk memilih sumber pembiayaan atau komposisi pemilihan atas pendanaan yang menjadi perbandingan dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan dengan hutang dinamakan juga dengan keputusan *leverage* keuangan.

Leverage keuangan adalah penggunaan aset (operating) dan sumber dana (financial) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (Kasmir, 2006). Penggunaan *leverage* ini dalam struktur modal perusahaan menandakan perusahaan tersebut menghimpun pendanaan dari luar perusahaan dengan harapan dapat meningkatkan laba perusahaan kedepannya. Tetapi penggunaannya juga akan memperbesar risiko. Dimana perusahaan yang

menggunakan hutang dalam pendanaanya dan tidak mampu melunasi. Manajer memiliki peran yang sangat penting dalam pengambilan keputusan *leverage* keuangan untuk meningkatkan laba dan memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham.

2. Teori *Leverage* Keuangan

Beberapa teori mengenai *leverage* keuangan yaitu:

a. Teori Modigliani Miller-MM

Teori Modern tentang Struktur Modal Pertama kali dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958). Modigliani-Miller berpendapat bahwa risiko total bagi seluruh pemegang saham tidak berubah walaupun struktur modal perusahaan mengalami penurunan. Teori ini dapat disimpulkan bahwa menurut model Modigliani-Miller, jika tidak ada pajak, nilai perusahaan tidak tergantung pada mempergunakan hutang atau tidak (Lukas, 2008).

Dimana Modigliani-Miller mengatakan pada pasar sempurna tidak ada pajak, struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena dalam keadaan pasar sempurna maka penggunaan hutang menjadi tidak relevan dengan nilai perusahaan, yang artinya penggunaan hutang dan modal sendiri akan memberikan dampak yang sama (Suad, 2008). Studi Modigliani-Miller didasarkan pada sejumlah asumsi yang tidak realistis, antara lain (Brigham dan Houston, 2011):

- 1) Tidak ada biaya broker
- 2) Tidak ada pajak

- 3) Tidak ada biaya kebangkrutan
- 4) Investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama seperti perusahaan
- 5) Seluruh investor memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan
- 6) EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang

Teori Modigliani-Miller tanpa pajak dianggap tidak realistis sehingga kemudian Modigliani-Miller memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Modigliani-Miller membuat paper lanjutan tahun 1963 yang mengemukakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena penggunaan hutang dapat mengurangi pajak. Modigliani dan Miller berpendapat dalam kondisi ada pajak penghasilan, perusahaan yang memiliki hutang akan memiliki nilai lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan tanpa hutang.

Dalam keadaan ada pajak, MM berpendapat bahwa keputusan pendanaan menjadi relevan. Hal ini disebabkan oleh bunga yang dibayarkan (karena menggunakan hutang) bisa di pergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak (Suad, 2008). Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki utang mendapat manfaat penghematan pembayaran pajak. Jadi, hutang dapat digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga dapat dipakai sebagai pengurang pajak.

Teori Modigliani-Miller tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai utang

sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat utang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya. Inilah yang melatarbelakangi teori Modigliani-Miller mengatakan agar perusahaan menggunakan utang sebanyak-banyaknya, karena Modigliani-Miller mengabaikan biaya kebangkrutan. Pendapat MM tentang penggunaan utang dibantah oleh teori trade off yang menjelaskan bahwa seluruhnya penggunaan utang sulit dijumpai, kenyataannya semakin banyak utang semakin tinggi beban yang harus ditanggung oleh perusahaan. Seperti biaya kebangkrutan, biaya keagengan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

b. Model Trade Off

Menurut teori trade-off yang diungkapkan oleh Myers (1984), perusahaan akan berutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan utang sama dengan biaya kesulitan keuangan. Biaya kesulitan keuangan adalah biaya kebangkrutan atau reorganization, dan biaya keagenan yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. Teori Trade off menjelaskan adanya hubungan pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan utang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan.

Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan utang. Apabila manfaat penggunaan utang lebih besar, tambahan utang masih diperkenankan dan sebaliknya apabila kerugian akibat penggunaan utang lebih besar, tambahan utang sudah tidak

diperbolehkan. Dapat disimpulkan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah sampai pada titik tersebut, penggunaan utang justru akan menurunkan nilai perusahaan. Model ini disebut model trade off karena struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan penggunaan hutang dengan biaya financial distress dan agency cost problem (Lukas, 2008).

Trade-off theory dalam struktur modal menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2011). Risiko yang lebih tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian harapan akan menaikkan harga saham tersebut. Karena itu, struktur modal yang optimal harus mencapai suatu keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2011).

Untuk itu, dalam penetapan struktur modal suatu perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai variabel yang mempengaruhi, sehingga dalam melakukan keputusan pendanaan, perusahaan juga perlu mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber-sumber dana ekonomis guna membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi serta kegiatan usahanya. Teori Trade-off mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam

kerangka trade-off antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal.

c. Pecking Order Theory

Teori selanjutnya yang dikemukakan Myers and Majluf (1984) yang dinamakan Pecking Order Theory dimana dalam teori ini disebutkan bahwa perusahaan memiliki urutan dalam penggunaan dana. Dimana urutannya yaitu: perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi baru selanjutnya saham. Dana internal lebih disukai daripada dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu mencari pinjaman lagi dari pihak luar.

Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Suad, 2008);

1. Perusahaan menyukai internal financing (pendanaan dari hasil operasi perusahaan)
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis
3. Kebijakan deviden yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi

kebutuhan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi, maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki

4. Apabila pendanaan dari luar (external financing) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling “aman” terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan

Implikasi pecking order theory adalah perusahaan tidak menetapkan struktur modal optimal tertentu, tetapi perusahaan menetapkan kebijakan prioritas sumber dana. Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang menguntungkan umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan memerlukan external financing yang sedikit, bukan karena perusahaan mempunyai target debt ratio yang rendah. Sedangkan perusahaan yang kurang menguntungkan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak mencukupi dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Suad, 2008).

d. Upper-Echelon

Menurut teori *upper-echelon* yang diungkapkan Hambrick dan Mason (1984) menyatakan bahwa *output* dari perilaku organisasional baik berupa

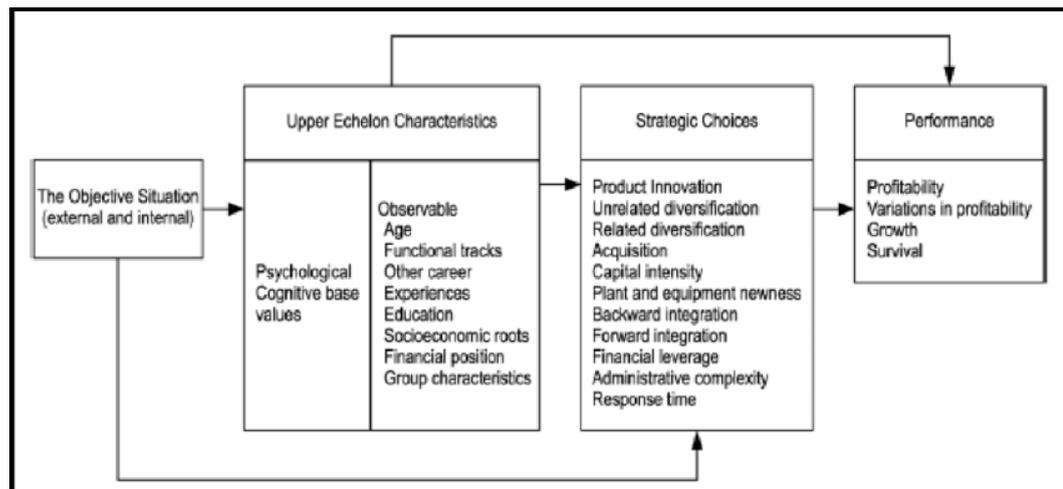
strategi dan keefektifitasannya dapat terlihat sebagai cerminan dari nilai-nilai dan kemampuan dasar kognitif yang dimiliki oleh aktor-aktor terkuat dalam sebuah organisasi. Pandangan aktor-aktor terkuat tersebut dititikberatkan kepada eksekutif puncak perusahaan. Sebab, eksekutif puncak bertugas mengatur perusahaan dan terkhusus direktur utama memainkan peran penting dalam pengambilan keputusan strategis untuk memberikan penegasan pada setiap strategi perusahaan. Kekuatan yang dimiliki direktur utama berdasar kepada otoritas hukum mereka, pengetahuan luas tentang organisasi yang dilayani, dan pengaruh kuat mereka pada arah strategis perusahaan dan proses internal. Beberapa bukti anekdotal yang tersebar di media cetak, *online*, dan *pers* rilis yang berasal dari perusahaan mendukung pandangan ini. Seperti adanya kutipan mengenai hubungan antara latar belakang seorang eksekutif kepala dalam pengambilan keputusan strategi pengurangan biaya dan diversifikasi.

Pada dasarnya teori ini menyatakan bahwa setiap pengambilan keputusan strategis perusahaan akan membawa faktor-faktor bawaan pribadi yang dimiliki setiap pembuat keputusan. Faktor-faktor bawaan pribadi ini mencerminkan dasar kognitif pembuat keputusan, yaitu :

- 1) Pengetahuan atau asumsi tentang peristiwa masa depan
- 2) Pengetahuan tentang alternatif
- 3) Pengetahuan tentang konsekuensi yang melekat pada alternatif

Refleksi dari nilai-nilai dan dasar kognitif yang dimiliki tersebut akan menyaring dan mengubah persepsi pembuat keputusan tentang apa yang

terjadi dan apa yang harus dilakukan. Berikut penjelasan lebih lanjut mengenai pengaruh karakteristik direktur utama terhadap pilihan keputusan strategis perusahaan dalam penelitian yang dilakukan oleh Hambrick dan Mason (1984) seperti tampak pada gambar 1.



Gambar 1. Perspektif *Upper-Echelons* atas Organisasi

Sumber: Hambrick dan Mason (1984)

Terlihat pada Gambar 1, keputusan strategis yang dibuat dalam perusahaan antara lain ialah keputusan inovasi produk, diversifikasi yang tidak berkaitan, diversifikasi yang berkaitan, akuisisi, intensitas modal, pembaharuan pabrik dan peralatan, integrasi ke belakang, integrasi ke depan, *leverage* keuangan, kompleksitas administratif dan repon waktu. Dimana keputusan strategis tersebut dihasilkan melalui penyaringan informasi oleh faktor-faktor bawaan pribadi (karakteristik direktur utama) berupa faktor fisiologis, dasar kognitif, dan nilai-nilai yang dimiliki direktur utama. Karakteristik direktur utama yang dapat diamati sebagai indikator ditekankan pada faktor-faktor yang dapat dibawa ke dalam situasi

administrasi. Seperti usia, *track* fungsional, pengalaman, pendidikan, latar belakang sosial ekonomi, posisi keuangan, dan karakteristik kelompok.

Usia

Teori ini menemukan bahwa eksekutif yang lebih tua menunjukkan perilaku yang lebih konservatif. Pertama, eksekutif yang lebih tua memiliki stamina fisik dan mental yang kurang, sehingga cenderung mengalami kesulitan dalam memahami ide-ide baru dan mempelajari perilaku baru. Kedua, eksekutif yang lebih tua memiliki komitmen psikologis yang lebih besar terhadap status quo organisasi. Ketiga, eksekutif yang lebih tua memiliki persepsi dimana keamanan finansial dan keamanan karier adalah penting dan lingkaran sosial, sifat-sifat pembelanjaan, dan harapan mereka tentang pendapatan pensiun adalah stabil. Sehingga hal-hal tersebut menghambat kemampuan eksekutif dalam memadukan informasi dalam membuat keputusan dan keyakinannya terhadap keputusan.

Implikasinya ialah direktur utama yang berusia lebih tua cenderung enggan untuk mengambil risiko dan kurang agresif. Sehingga mereka akan memilih pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal (Hambrick dan Mason, 1984). Perilaku ini berkebalikan dengan eksekutif muda yang cenderung mengejar strategi berisiko seperti bentuk risiko spesifik termasuk diantaranya ialah diversifikasi yang tidak terkait, inovasi produk, dan leverage keuangan. Dengan demikian, variasi usia direktur utama mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan perusahaan, dimana semakin

tinggi usia direktur utama maka semakin rendah penggunaan hutang, begitupun sebaliknya.

Track Fungsional

Teori ini menyatakan bahwa eksekutif akan membawa suatu orientasi yang biasanya telah berkembang dari pengalaman di beberapa bidang fungsional yang pernah di tempatinya dalam perusahaan. Implikasinya adalah apabila eksekutif diminta untuk menjelaskan permasalahan yang ada dalam perusahaan, maka ia akan cenderung mendefinisikan seberapa besar masalah yang berkaitan dengan bidang fungsional yang dahulu pernah ditempatinya baik itu dalam hal kegiatan maupun tujuan bidang tersebut. Sehingga semakin banyak pengetahuan fungsional yang dimiliki eksekutif, maka semakin baik pengambilan keputusan yang berdampak pada *output* perusahaan.

Pengalaman

Berdasarkan teori *upper-echelon*, pembuatan keputusan manajerial juga dipengaruhi oleh pengalaman dan skill yang dimiliki oleh direktur utama itu sendiri (Hambrick dan Mason, 1984). Pengalaman yang dimiliki oleh direktur utama baik selama berada diluar perusahaan, pernah berada pada jalur fungsional yang berbeda, maupun berada pada industri perusahaan yang berbeda ini menjadi indikasi luasnya wawasan yang dimiliki. Wawasan tersebut sebagian akan membentuk lensa tentang bagaimana direktur utama melihat peluang dan masalah strategis saat ini. Terutama apabila direktur utama tersebut sudah pernah menjabat dengan

posisi yang sama atau setingkat tim manajer puncak, maka ia akan lebih berani untuk menghadapi deregulasi, persaingan intensif dari impor ataupun pergeseran teknologi. Dengan kata lain, pengalaman direktur utama sebelumnya dapat memberikan dampak terhadap rencana strategis dan pengambilan keputusan. Oleh karena itu, semakin berpengalaman direktur utama perusahaan maka semakin tinggi penggunaan hutang.

Pendidikan

Teori ini menyatakan bahwa pendidikan menggambarkan kemampuan kognitif direktur utama yang memberi pengaruh kuat terhadap keputusan strategis perusahaan. Pendidikan akan menjadi basis pengetahuan dan indikator nilai-nilai individu, dan preferensi kognitif. Menurut Hambrick dan Mason (1984), direktur utama yang menamatkan pendidikan formal yang lebih tinggi dididik untuk mengejar kinerja jangka pendek dengan mengorbankan inovasi dan pembangunan aset. Maka dapat dikatakan, semakin tinggi tingkat pendidikan direktur utama maka semakin rendah pula penggunaan hutang.

Latar Belakang Sosial Ekonomi

Menurut Hambrick dan Mason (1984), perusahaan yang manajer puncaknya datang secara tidak proporsional dari kelompok sosial ekonomi yang lebih rendah akan cenderung mengejar strategi akuisisi dan diversifikasi yang tidak terkait. Perusahaan semacam itu akan mengalami pertumbuhan dan variabilitas laba yang lebih besar daripada perusahaan yang manajer puncaknya berasal dari kelompok sosial ekonomi yang lebih

tinggi. Maka dapat dikatakan, manajer puncak yang berasal dari sosial ekonomi rendah berhubungan dengan peningkatan *output* perusahaan.

Posisi Keuangan

Berdasarkan teori *upper-echelon*, pendiri mencerminkan jalur fungsional yang dimiliki oleh direktur utama (Hambrick dan Mason, 1984). Dimana pendiri perusahaan yang sekaligus menempati posisi sebagai direktur utama mendorong untuk tetap memberikan keputusan-keputusan yang menjamin keberlangsungan perusahaan. Posisi yang dimiliki tersebut dalam penelitian Hambrck dan Mason (1984) diindikasikan kepada pendapatan yang didapatkannya terhadap profitabilitas. Maka dapat dikatakan, pendiri memiliki pengaruh terhadap mempengaruhi strategi dan operasi perusahaan.

Karakteristik Kelompok

Teori ini menyatakan bahwa penyelesaian masalah yang baru dan tidak jelas itu paling baik ditangani oleh kelompok yang heterogen di mana keragaman pendapat, pengetahuan, dan latar belakang akan memeberikan alternatif. Tim manajemen puncak yang homogen akan membuat keputusan strategis lebih cepat daripada kehendak tim heterogen. Dalam lingkungan yang stabil, tim homogenitas akan dikaitkan secara positif dengan profitabilitas. Dalam lingkungan yang bergejolak, terutama terputus-putus, heterogenitas tim akan positif terkait dengan profitabilitas.

3. Rasio *Leverage* Keuangan

Terdapat beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur *leverage* keuangan perusahaan, yaitu:

a. *Debt To Equity Ratio* (DER)

DER merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri, digunakan untuk mengetahui satuan modal sendiri yang digunakan untuk menjamin hutang. Bagi kreditur semakin besar rasio ini maka semakin merugikan karena resiko yang ditanggung akan semakin tinggi. DER yang rendah menandakan penandanaan yang disediakan pemilik sebagai jaminan semakin tinggi dan batas pengamanan bagi peminjam semakin besar (Kasmir, 2016). Rasio ini digunakan untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan hutang, dimana DER dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

b. *Debt To Asset Ratio* (DAR)

DAR mengukur seberapa besar jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai dengan hutang atau seberapa besar hutang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Semakin tinggi nilai DAR maka semakin banyak sumber dana melalui pinjaman untuk membiayai aktiva perusahaan (Kasmir, 2016).

Dimana DAR dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DAR = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

c. *Long Term Debt to Asset Ratio (LDAR)*

LDAR dapat dicari dengan membagi antara total hutang jangka panjang dan total aktiva suatu perusahaan. Rasio ini menggambarkan besarnya tingkat penggunaan hutang jangka panjang dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Semakin kecil rasio ini berarti semakin kecil jumlah modal pinjaman jangka panjang yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan. LDAR dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$LDAR = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Leverage keuangan dalam penelitian ini akan diprosikan dengan menggunakan dua pengukuran yaitu menggunakan *Debt To Asset Ratio (DAR)* dan *Long Term Debt to Total Assets Ratio (LDAR)*. DAR merupakan salah satu pengukuran struktur modal yang digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah aktiva perusahaan yang dibiayai dengan hutang atau seberapa besar hutang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva (Kasmir, 2006). Semakin kecil rasio ini berarti semakin kecil jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan. *Long Term Debt to Total Asset (LDAR)* adalah rasio yang menggambarkan besarnya tingkat penggunaan hutang jangka panjang dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Semakin kecil rasio ini berarti semakin kecil jumlah modal pinjaman jangka panjang yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan.

4. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Leverage* Keuangan

Teori *upper-echelons* (UET) menyatakan bahwa pengambilan keputusan strategis perusahaan berkaitan dengan karakteristik yang dimiliki oleh pemangku jabatan tertinggi dalam perusahaan (Hambrick dan Mason, 1984). Karakteristik pribadi yang dimiliki direktur utama selaku manajer puncak merupakan faktor-faktor bawaan individu. Faktor-faktor tersebut dapat terlihat pada usia, latar belakang fungsional, pengalaman karir, pendidikan, akar ekonomi sosial, posisi keuangan dan kelompok. Khusus penelitian ini menggunakan variabel usia, pengalaman, pendidikan, dan pendiri sebagai faktor yang mempengaruhi *leverage* keuangan perusahaan. Selain itu, dalam penelitian ini juga ditambahkan empat variabel kontrol yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan likuiditas.

a. Usia (*AGE*)

Direktur utama yang lebih tua memiliki pemahaman yang lebih baik tentang perusahaan daripada yang lebih muda (Sitthipongpanich dan Polsiri, 2015). Pemahaman yang dimiliki direktur utama tersebut menghasilkan keputusan-keputusan yang lebih rasional. Hal ini selaras dengan teori *upper-echelon* yang menyatakan bahwa direktur utama yang berusia lebih tua cenderung enggan untuk mengambil risiko dan kurang agresif. Sehingga mereka akan memilih pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal (Hambrick dan Mason, 1984). Dengan demikian, variasi usia direktur utama mempengaruhi keputusan *leverage* keuangan perusahaan, dimana semakin tinggi usia direktur utama maka semakin rendah penggunaan hutang, begitupun sebaliknya. Penelitian ini

mengikuti Wei dkk (2011) menggunakan usia direktur utama, yang dirumuskan sebagai berikut:

<p>AGE = Umur kronologis direktur utama perusahaan.</p>
--

b. Pengalaman (*EXP*)

Berdasarkan teori *upper-echelon*, pembuatan keputusan manajerial juga dipengaruhi oleh pengalaman dan skill yang dimiliki oleh direktur utama itu sendiri (Hambrick dan Mason, 1984). Menurut Patzelt dkk (2008) menyebutkan bahwa pengalaman direktur utama yang diperolehnya selama ini dapat meningkatkan pengetahuan mengenai pasar dan membantu dalam mengidentifikasi peluang. Begitu pula pengalaman tersebut secara signifikan mempengaruhi keputusan penggunaan hutang (Ting, 2015). Dengan kata lain, pengalaman direktur utama sebelumnya dapat memberikan dampak terhadap rencana strategis dan pengambilan keputusan. Oleh karena itu, semakin berpengalaman direktur utama perusahaan maka semakin tinggi penggunaan hutang. Penelitian ini mengikuti Ting (2015) menggunakan variable dummy, yang dirumuskan sebagai berikut:

<p>EXP = Variabel dummy untuk pengalaman direktur utama dengan kode 1 jika ia pernah menjabat sebagai eksekutif tingkat CO (misalnya, CEO, CFO, COO atau CIO) atau wakil presiden di perusahaan lain sebelum ia bergabung dengan perusahaan saat ini dan 0 jika sebaliknya.</p>
--

c. Pendidikan (EDU)

Pendidikan menggambarkan kemampuan kognitif direktur utama yang memberi pengaruh kuat terhadap keputusan strategis perusahaan. Berdasarkan *upper-echelon* teori, direktur utama yang menamatkan pendidikan formal yang lebih tinggi dididik untuk mengejar kinerja jangka pendek dengan mengorbankan inovasi dan pembangunan aset (Hambrick dan Mason, 1984). Menurut Barker dan Mueller (2002), direktur utama yang berpendidikan lebih tinggi cenderung menghindari risiko. Risiko disini diindikasikan terhadap risiko yang timbul akibat pemilihan pendanaan dengan hutang. Maka dapat dikatakan, semakin tinggi tingkat pendidikan direktur utama maka semakin rendah pula penggunaan hutang. Penelitian ini mengikuti Rakhmayil dan Yuce (2011) menggunakan rentang skala untuk membedakan level pendidikan direktur utama, yang dirumuskan sebagai berikut:

EDU = Menggunakan rentang skala dari 1-7 untuk mengukur tingkat pendidikan terakhir direktur utama.

Dimana :

- 1 = Tidak tamat SMA
- 2 = Tamatan SMA
- 3 = Sedang berada di perkuliahan S1
- 4 = Tamatan S1
- 5 = Sedang berada di perkuliahan S2
- 6 = Tamatan S2
- 7 = Mendapat gelar Doktor (Phd/*Doctorate*)

d. Pendiri (FOUND)

Berdasarkan teori *upper-echelon*, pendiri mencerminkan jalur fungsional yang dimiliki oleh direktur utama (Hambrick dan Mason, 1984). Dimana pendiri

perusahaan yang sekaligus menempati posisi sebagai direktur utama mempengaruhi strategi dan operasi perusahaan. Selaras dengan penelitian Fischer dan Pollocks (2004) yang menyatakan bahwa pendiri sebagai direktur utama terlibat terhadap pertumbuhan dan keberhasilan suatu perusahaan karena persepsi yang dimilikinya dapat memberi motivasi untuk memperoleh manfaat dari perusahaan. Dengan kata lain, pendiri memiliki pengaruh terhadap keputusan *leverage* keuangan. Penelitian ini mengikuti Ting dkk (2015) menggunakan variabel dummy, yang dirumuskan sebagai berikut:

FOUND = Variabel dummy dengan kode 1 sebagai pendiri perusahaan sekaligus menempati jabatan sebagai direktur utama perusahaan pada periode pengamatan dan 0 untuk sebaliknya.

e. Profitabilitas (ROA)

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan dari data laporan laba rugi akhir tahun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Profitabilitas menjadi suatu indikator kinerja yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan. Profitabilitas dalam penelitian ini di proyeksikan dengan Return On Asset (ROA), yang dirumuskan sebagai berikut (Cao dkk, 2004):

$$ROA = \frac{EBIT}{Total\ Aset}$$

ROA digunakan untuk melihat seberapa besar pengembalian atas aset pada suatu perusahaan. Dimana semakin tinggi ROA maka semakin tinggi

pengembalian perusahaan dari seluruh aktiva yang ada pada perusahaan. Profitabilitas merupakan faktor yang mempertimbangkan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung menggunakan utang yang relative kecil karena laba ditahan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

Menurut Brigham dan Houston (2011) perusahaan yang memiliki ROA yang tinggi cenderung menggunakan utang yang relative kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Hal ini sesuai dengan teori *Pecking Order* yang meyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan yang pertama yaitu laba ditahan kemudian hutang.

f. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang terlihat dari nilai total aset perusahaan pada neraca akhir tahun. Perusahaan yang besar relatif memiliki akses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar relatif mudah memenuhi sumber dananya. Variabel ini diprosikan dengan nilai logaritma natural dari total penjualan diformulasikan sebagai berikut (Al-Shubiri, 2011):

$$\text{Size} = \text{Ln Total Aset}$$

Ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal karena semakin besar suatu perusahaan akan cenderung menggunakan hutang yang lebih besar. Menurut Brigham dan Houston (2011), perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat hutang yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan hutang. Sedangkan menurut Bambang (2001) perusahaan yang lebih besar di mana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualannya. Hal ini mempermudah perusahaan dengan ukuran lebih besar untuk memperoleh pinjaman atau dana eksternal.

g. Struktur Aktiva (AKTIVA)

Struktur aktiva mengindikasikan besaran perbandingan antara aktiva tetap dengan seluruh aktiva yang ada pada perusahaan. Perusahaan dengan kinerja ekonomi yang bagus dari satu periode ke periode berikutnya akan meningkatkan aset yang dimilikinya berkat pemasukan yang diperoleh dari kinerja ekonomi perusahaan tersebut. Struktur aktiva merupakan rasio perbandingan antara aktiva tetap dengan aktiva yang dimiliki perusahaan (Suad, 2008), dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{AKTIVA} = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

Menurut Brigham dan Gaspensky (1996) mengatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah

mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap jangka panjang yang banyak, maka perusahaan tersebut akan menggunakan pembiayaan hutang hipotik jangka panjang, dengan harapan aktiva tersebut dapat digunakan untuk menutup hutangnya.

Sebaliknya, perusahaan yang sebagian besar aktiva yang dimilikinya berupa aktiva lancar seperti piutang dan persediaan barang, sebaiknya dibiayai dengan pembiayaan hutang jangka pendek. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif yang horizontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap ditambah aktiva lain yang sifatnya permanen. Jadi dapat dikatakan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

h. Likuiditas (CR)

Perusahaan yang mampu membayar kewajiban-kewajiban yang akan segera jatuh tempo dinamakan perusahaan yang likuid, sedangkan perusahaan yang tidak mampu disebut ilikuid atau tidak likuid. Teori *pecking order* menjelaskan perusahaan lebih condong memilih mendanai perusahaan dengan dana internal, sehingga teori ini memprediksi adanya hubungan yang berkebalikan antara likuiditas dan struktur modal. Sheikh dan Zongjun (2011) dalam hasil studinya menyatakan perusahaan dengan tingkat likuiditas besar lebih memilih untuk menggunakan dana yang dihasilkan secara internal untuk pembiayaan investasi baru. Perusahaan dengan likuiditas yang besar artinya perusahaan mampu menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk memenuhi

kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan dapat menggunakan aset lancar sebagai sumber pembiayaan perusahaan sehingga perusahaan tidak membutuhkan pendanaan eksternal atau dapat dikatakan akan menggunakan rasio hutang yang rendah.

Likuid atau tidak suatu perusahaan dapat diukur dengan rasio keuangan. Salah satu rasio keuangan tersebut adalah rasio lancar, dimana rasio lancar digunakan untuk menunjukkan tingkat keamanan (*margin of safety*) kreditor jangka pendek, atau merupakan tingkat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimilikinya. Menurut Brigham (2006), rasio lancar dapat dihitung dengan membandingkan aktiva lancar dengan utang lancarnya, sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CR = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

B. Penelitian Terdahulu

Penelitian yang berhubungan dengan *leverage* keuangan telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya, sehingga beberapa poin penting dari hasil penelitian sebelumnya dapat dijadikan dasar dalam penelitian ini. Sebagaimana penelitian yang telah dilakukan oleh Ting dkk (2015) yang meneliti *upper echelon theory revisited: the relationship between CEO personal characteristics and financial leverage decision*. Hasil pengujian adalah variabel independen CEO overconfidence (CEOOF), age (AGE), dan CEO prior experience (EXP) secara signifikan mempunyai pengaruh negatif terhadap leverage, sedangkan variabel

independen lainnya yaitu education (EDU), tenur (TEN), Founder (FOUND), dan gender (GEN) secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap leverage.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Huang dan Kisgen (2013) yang meneliti *gender and corporate finance: are male executives overconfident relative to female executives?*. Hasilnya adalah secara statistik gender (CEO perempuan) mempunyai hubungan signifikan negatif terhadap *leverage*, *asset growth*, dan *acquisition*. Penelitian yang dilakukan oleh Matemilola (2017) yang meneliti *does top managers' experience affect firms' capital structure?*. Dimana hasil penelitian yang didapatkan bahwa *top managers' experience* mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal dan *fixed asset (FA)*, *size*, dan *non-debt tax shield* merupakan determinan yang konsisten terhadap struktur modal. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Serfling (2014) yang meneliti mengenai *CEO Age and The Riskiness of Corporate policies*. Hasil pengujian adalah terdapat hubungan negatif antara *CEO age* dengan *financial leverage*.

Penelitian yang dilakukan oleh Thijssen (2017) yang meneliti *CEO Characteristics and Capital Structure of Firms*. Dimana hasil penelitian yang didapatkan bahwa *gender* dan *age* mempunyai hubungan negatif, dan *functional experience* tidak memiliki hubungan terhadap struktur modal perusahaan. Beberapa penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya terangkum dalam tabel mengenai penelitian struktur modal yang pernah dilakukan oleh peneliti terdahulu.

Tabel 7. Tinjauan Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Ting dkk (2015) Regresi Berganda	Upper Echelon Theory Revisited: The Relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision	<p>Independen: CEO Personal Characteristics</p> <ul style="list-style-type: none"> - CEOOF - AGE - EDU - EXP - GEN - TEN - FOUNDER <p>Dependen: Financial Leverage Decision</p> <p>Control : OC5, ROA, dan SIZE.</p>	<ul style="list-style-type: none"> -, Signifikan -, Signifikan +, Signifikan -, Signifikan Berpengaruh, Tidak signifikan +, Signifikan +, tidak signifikan
2.	Huang dan Kisgen (2013)	Gender and Corporate Finance: Are male executives overconfident relative to female executives?	<p>Independen: Gender</p> <p>Dependen: Corporate Finance Decision (leverage, asset growth, dan acquisition)</p>	Berpengaruh, signifikan
3.	Matemilola (2017)	Does top managers' experience affect firms' capital structure?	<p>Independen: Top managers' experience</p> <p>Dependen: Capital Structure (Debt)</p> <p>Control : Fixed Asset (FA), Profit, Size, Price –to-book ratio, non-debt tax shield, risk, industry dan macroeconomy factors</p>	+, Tidak Signifikan

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
4.	Serfling (2014)	CEO Age and The Riskiness of Corporate policies	<p>Independen : CEO Age</p> <p>Dependen : Corporate policies (Investment Policies (R&D Expenditure, operating leverage, dan firm diversification) dan Financial Policy (Book Leverage))</p> <p>Control : Tenur, Portofolio Delta, Book Asset, ROA, Cash Holding, Market –to-Book, Sales Growth, Blockholder, Stock Return, dan Firm Age.</p>	-, Signifikan
5.	Thijssen (2017)	CEO Characteristics and Capital Structure of Firms	<p>Independen : CEO Characteristics;</p> <ul style="list-style-type: none"> - Age - Gender - Functional Experience <p>Dependen : Leverage (Capital Structure)</p> <p>Control : Financial Disress, Growth Opportunities, Founder, Tangibility of Assets, Profitability, dan Size.</p>	<p>-, Signifikan</p> <p>-, Signifikan</p> <p>-, Tidak signifikan</p>

Sumber: Berbagai Jurnal

C. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual merupakan kerangka berfikir yang menjelaskan, mengungkapkan, dan menunjukkan keterkaitan antara variabel yang diteliti berdasarkan pada batasan masalah dan perumusan masalah yang ada. Penelitian ini membahas mengenai pengaruh karakteristik pribadi direktur utama yaitu usia, pengalaman, pendidikan, dan pendiri terhadap *leverage* keuangan perusahaan. Faktor pertama yang mempengaruhi *leverage* keuangan adalah usia. Usia menjadi

faktor kecenderungan seseorang terhadap resiko. Semakin tua direktur utama maka semakin berkurang tingkat agresifitas dan semakin tidak menyukai resiko. Sehingga mereka akan cenderung memilih pendanaan yang paling aman dibandingkan menggunakan pinjaman. Dapat disimpulkan bahwa usia memiliki hubungan negatif dimana semakin tinggi usia direktur utama maka semakin rendah penggunaan hutang. Begitupun sebaliknya.

Faktor kedua yang mempengaruhi *leverage* keuangan yaitu pengalaman. Pengalaman yang dimiliki direktur utama selama ini terutama ketika pernah menduduki jabatan eksekutif level CO mempengaruhi besar kecilnya penggunaan hutang dalam penentuan komposisi struktur modal perusahaanya. Pengetahuan pemimpin akan semakin berkembang dengan bertambahnya pengalaman kerja. Direktur utama dengan pengalaman yang lebih banyak akan cenderung lebih berani dalam mengambil hutang lebih besar dalam memenuhi kebutuhan pendanaanya dibandingkan dengan direktur utama yang memiliki pengalaman yang lebih sedikit. Jadi, dapat dikatakan bahwa pengalaman mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Faktor ketiga yang mempengaruhi *leverage* keuangan yaitu pendidikan. Top manajer dengan pendidikan formal tinggi lebih cenderung menghindari strategi-strategi yang menimbulkan risiko. Pendidikan formal yang tinggi membuat direktur utama akan berfokus kepada rancangan keputusan jangka pendek hingga mengabaikan inovasi. Semakin tinggi tingkat pendidikan direktur utama maka ia akan lebih sedikit menggunakan hutang, begitupun sebaliknya. Maka dapat dikatakan bahwa pendidikan berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Faktor keempat yang mempengaruhi *leverage* keuangan adalah pendiri. Pendiri perusahaan yang menempati posisi direktur utama memberikan manfaat besar terhadap perusahaan. Pendiri akan tetap membawa perspektif tersendiri seperti yang dimiliki disaat awal membangun perusahaan, dimana ia terus mengeksplorasi sumber daya yang dipunya untuk menciptakan berbagai inovasi. Sehingga, penggunaan hutang pun akan lebih besar. Dengan kata lain, pendiri memiliki pengaruh terhadap *leverage* keuangan.

Selanjutnya penelitian ini juga menambahkan empat variabel kontrol yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan likuiditas. Variabel tersebut merupakan variabel yang dapat menjadi variabel independen dan terdapat banyak literatur yang mendukung serta variabel-variabel tersebut diduga sangat berpengaruh terhadap *leverage* keuangan namun berada di luar lingkup variabel penelitian. Pertama adalah profitabilitas, profitabilitas menggambarkan kinerja fundamental perusahaan dalam memperoleh laba. Profitabilitas di proksikan dengan Return On Asset (ROA) yang menunjukkan kemampuan aset yang menghasilkan laba. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menggunakan utang yang relative kecil karena laba ditahan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan. Jadi profitabilitas berpengaruh negative terhadap *leverage* keuangan.

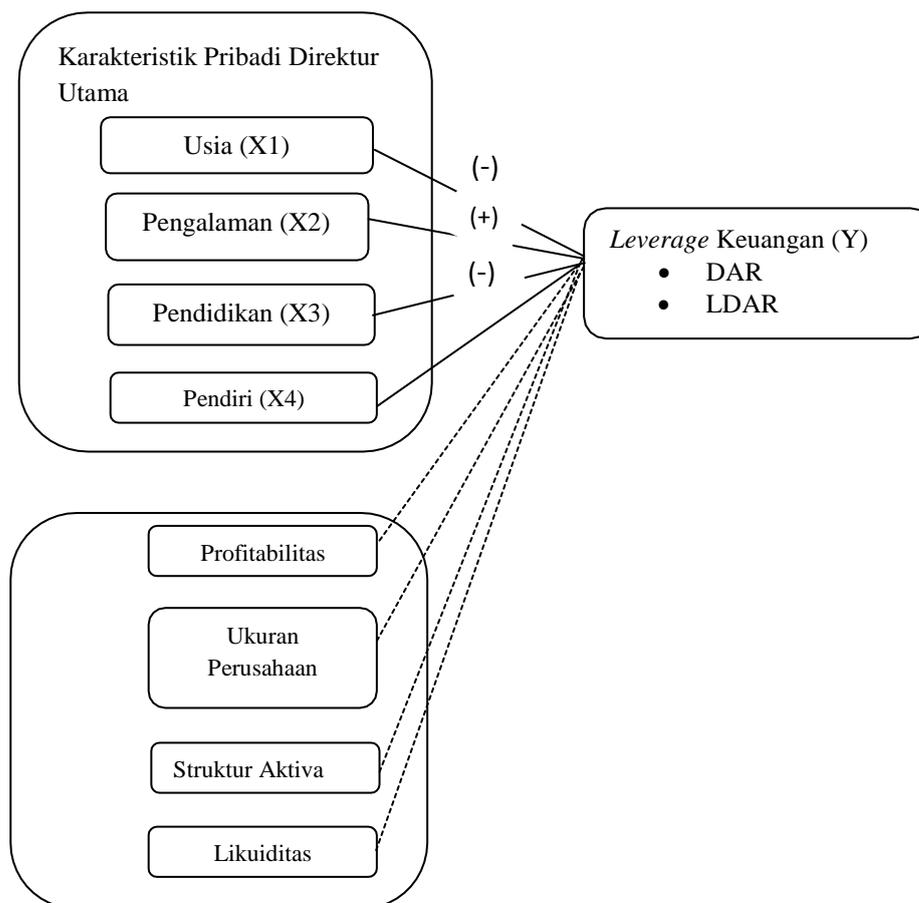
Kedua adalah ukurn perusahaan, ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang telah dipertimbangkan dalam menentukan berapa besar kebijakan keputusan pendanaan. Ukuran perusahaan dapat dilihat dari jumlah penjualan perusahaan, perusahaan besar akan menggunakan hutang yang lebih untuk

kegiatan usahanya dibandingkan perusahaan kecil. Dengan kata lain, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Ketiga adalah struktur aktiva, struktur aktiva adalah perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva. Perusahaan yang memiliki banyak aset tetap dapat dengan mudah meminjam karena mereka dapat menggunakan aset tetap sebagai jaminan. Bahkan, bank dapat menurunkan suku bunga untuk perusahaan yang memiliki kelompok berbagai aset tetap. Dapat disimpulkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Terakhir adalah likuiditas, likuiditas merupakan tingkat kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban-kewajiban jangka pendek yang dimilikinya. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi artinya perusahaan mampu menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan dapat menggunakan aset lancar sebagai sumber pembiayaan perusahaan sehingga perusahaan tidak membutuhkan pendanaan eksternal atau dapat dikatakan akan menggunakan rasio hutang yang rendah. Dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan. Maka dari itu, manajer harus memahami bagaimana faktor-faktor tersebut mempengaruhi *leverage* keuangan perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung.

Berdasarkan uraian latar belakang dan tinjauan teoritis sebelumnya, maka dapat digambarkan kerangka pemikiran teoritis dari penelitian seperti tampak pada gambar 2.



Gambar 2. Model Penelitian

D. Hipotesis

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini merupakan pernyataan singkat yang disimpulkan dari tinjauan pustaka dan merupakan uraian sementara dari permasalahan yang perlu diujikan kembali.

H1 : Usia berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

H2 : Pengalaman berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

- H3 : Pendidikan berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H4 : Pendiri berpengaruh terhadap *leverage* keuangan (DAR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H5 : Usia berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H6 : Pengalaman berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H7 : Pendidikan berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- H8 : Pendiri berpengaruh terhadap *leverage* keuangan (LDAR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini terdiri dari simpulan dan saran berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan.

A. Simpulan

Penelitian ini dilakukan untuk melihat faktor yaitu usia, pengalaman, pendidikan dan pendiri dapat mempengaruhi *leverage* keuangan atau tidak pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2014-2018. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penambahan variabel kontrol pada pengukuran DAR memperkuat pengaruh dari variabel independen dan memperkecil *error term*. Keempat variabel bebas setelah ditambahkan variabel kontrol secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *leverage* keuangan (DAR) sebesar 50,1% sedangkan 49,9% dipengaruhi oleh faktor lain diluar penelitian ini. Sementara pengukuran *leverage* keuangan menggunakan LDAR menunjukkan bahwa penambahan variabel kontrol pada pengukuran DAR tidak memperkuat pengaruh dari variabel independen dan tidak memperkecil *error term*. Keempat variabel bebas yang tidak ditambahkan variabel kontrol secara simultan berpengaruh signifikan sebesar 30% sedangkan 70% dipengaruhi oleh faktor lain diluar penelitian ini. Pengaruh ini lebih besar dibanding menambahkan variabel kontrol pada model.

Dalam penelitian ini ditemukan hasil penelitian secara parsial sebagai berikut:

1. Usia yang diindikasikan terhadap usia direktur utama dalam satuan tahun memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun penelitian 2014-2018. Hal ini dibuktikan dengan diperolehnya nilai koefisien AGE -0,365 dan nilai *t-hitung* -2,618 dengan signifikansi $0,010 < 0,05$ untuk pengukuran *leverage* keuangan menggunakan DAR dan $n = 102$. Koefisien AGE bernilai negatif 0,396 dan nilai *t-hitung* -4,344 dengan signifikansi $0,000 < 0,05$ untuk pengukuran *leverage* keuangan menggunakan LDAR sehingga hipotesis diterima untuk kedua pengukuran tersebut.
2. Pengalaman diukur menggunakan variabel dummy memiliki pengaruh terhadap *leverage* keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2014-2018. Hal ini dibuktikan dengan diperolehnya nilai koefisien EXP bernilai positif 2,307 dan nilai *t-hitung* 1,316 dengan signifikansi $0,189 > 0,05$ untuk pengukuran *leverage* keuangan menggunakan DAR dan nilai koefisien EXP bernilai positif 0,099 dan nilai *t-hitung* 0,068 dengan signifikansi $0,946 > 0,05$ untuk pengukuran *leverage* keuangan menggunakan LDAR sehingga hipotesis ditolak untuk kedua pengukuran tersebut.
3. Pendidikan yang diukur dengan menggunakan proksi rentang skala level pendidikan direktur utama memiliki pengaruh negatif dan

signifikan terhadap *leverage* keuangan perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan diperolehnya nilai koefisien EDU bernilai negatif 2,973 dan nilai *t-hitung* -3,809 dengan signifikansi $0,000 > 0,050$ untuk pengukuran *leverage* keuangan menggunakan DAR dan nilai koefisien EDU bernilai negatif 1,656 dan nilai *t-hitung* -2,546 dengan signifikansi $0,012 > 0,050$ untuk pengukuran *leverage* keuangan menggunakan LDAR sehingga hipotesis diterima untuk kedua pengukuran tersebut.

4. Variabel dummy sebagai proksi dari pendiri memiliki pengaruh dan tidak berpengaruh terhadap *leverage* keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018. Hal ini dibuktikan dengan diperolehnya nilai FOUND bernilai positif 10,850 dan nilai *t-hitung* 3,782 dengan signifikansi $0,000 > 0,005$ sehingga hipotesis diterima. Sedangkan hasil pengukuran *leverage* keuangan menggunakan LDAR memperoleh nilai koefisien koefisien FOUND bernilai positif 3,136 dan nilai *t-hitung* 1,312 dengan signifikansi $0,191 > 0,005$ sehingga hipotesis ditolak.

B. Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dipaparkan di atas, maka dapat disampaikan beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan dapat menjadikan faktor karakteristik pribadi direktur utama sebagai wawasan dalam pengambilan keputusan *leverage* keuangan.

2. Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan dapat mengembangkan variabel bebas atau variabel yang mempengaruhi *leverage* keuangan. Peneliti selanjutnya dapat menggunakan variabel seperti *network*, *gender*, CEO *overconfidence level* dan lainnya dan juga dapat memperluas sampel perusahaan dalam penelitian agar dapat memperoleh hasil yang optimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. 2007. *Coorporate governance and financing decision of Ghanaian listed firms*. *Coorporate Governance: The Internasional Journal of Business* 7(1), 83-92.
- Ahmad, Rodoni dan Herni, Ali. 2010. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Al-Shubiri, Faris Nasif, (2011), *Capital Structure and Market Power: Evidence from Jordanian Banks*, http://www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1581-6311/9_289-310.pdf
- Atmaja, Lukas, Setia. 2008. *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: ANDI.
- Badan pusat statistik. Perkembangan indeks produksi industri manufaktur besar dan sedang. Dipetik April 01, 2019, dari BPS : www.bps.go.id.
- Bambang, Riyanto. 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi 4 Cetakan Ketujuh. Yogyakarta: BPFU UGM.
- Barker, V & Mueller, G. 2002. "CEO characteristics and firms R&D spending". *Management Sciences*, 48. 782-801.
- Bertrand, M. Mullainathan, S. 2003. "Are Emily and Greg more employable than Lakisha and Jamal? A field experiment on labor market discrimination", in, *National Bureau of Economic Research*.
- Brigham, Eugene F dan Houston. 2006. *Fundamental of Financial Management: Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, F.E dan Houston, F.J. 2001. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesebelas. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, F.E dan Houston, F.J. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Jakarta: Salemba Empat.
- Cao, T., Sun, W. & Yu, J. 2004. "Capital Structure, Ownership Structure, Growth Opportunities and Firms Performance". *Nankai Business Review*, 1.009.
- CNBC Indonesia. (2019, November 05). *CNBC Indonesia*. Dipetik Desember 9, 2019, dari CNBC Indonesia : <https://www.cnbcindonesia.com/news/20191105170025-4-112888/ya-ampun-manufaktur-ri-melorot-terus0deindustrialisasi>