



Pengaruh profitabilitas, *operating leverage*, *sales growth*, struktur aset, CEO *female* dan CEO *tenure* terhadap struktur modal

Eka Tiara Febtiani^{1*}, Yuyun Isbanah¹

¹Universitas Negeri Surabaya, Surabaya, Indonesia

*Email korespondensi: ekatiara20076@mhs.unesa.ac.id

Abstract

Capital structure is a combination of debt and equity in the company's long-term financial structure. This research aims to determine the effect of profitability, operating leverage, sales growth, asset structure, CEO female and CEO tenure on capital structure in the infrastructure sector listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2018-2022. The type of data used is quantitative data sourced from secondary data. The population of this research is infrastructure sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2018-2022 period. The sampling technique used purposive sampling and 14 companies were obtained as samples in this research. This research uses panel data regression analysis techniques which are analyzed using STATA 17. The results show that asset structure has a significant negative effect on capital structure, while profitability, operating leverage, sales growth, CEO female and CEO tenure do not have a significant effect on structure capital. Infrastructure sector companies should always pay attention to the company's asset structure because improving the asset structure contributes to optimizing the company's capital structure. This is because a company with a high asset structure value means it has a large amount of its own capital, thereby reducing the company's dependence on debt in order to achieve an optimal company capital structure. Companies must also be able to balance debt and equity and make the best use of their fixed assets in order to get large returns and minimize the risk of debt.

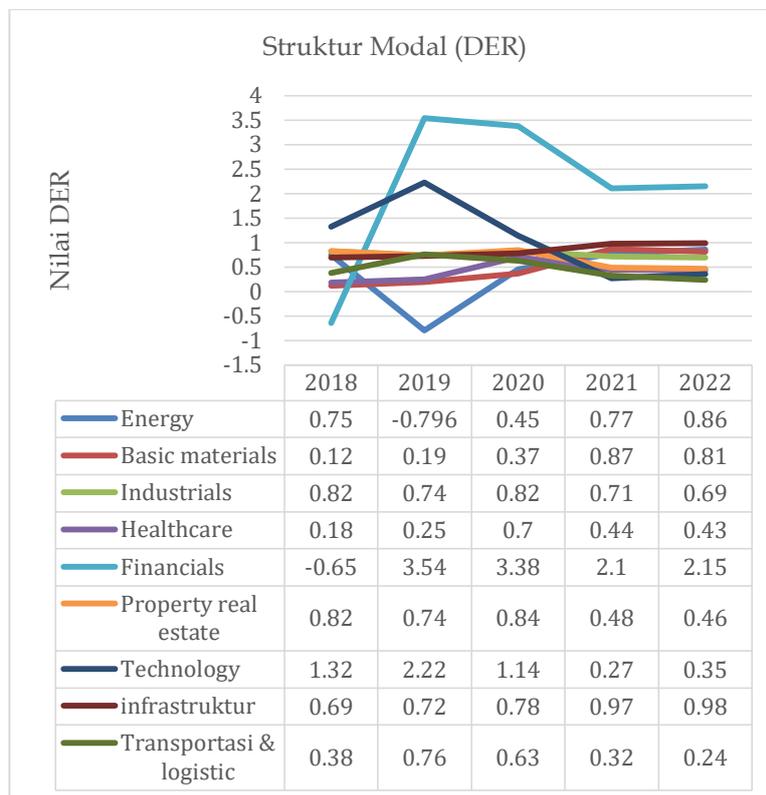
Keywords: capital structure; ceo female; ceo tenure; operating leverage; sales growth.

PENDAHULUAN

Kondisi tidak menentu yang terjadi di lingkup perekonomian menyebabkan perusahaan harus terus melakukan pengembangan usaha dan pemenuhan kebutuhan dana dengan baik agar mendapatkan keuntungan yang optimal (Khafid *et al.*, 2020). Namun, dalam memenuhi kebutuhan dana pastinya membutuhkan peran dari seorang manajer keuangan. Posisi keuangan perusahaan sangat bergantung pada struktur modal, sehingga struktur modal menjadi faktor utama dan harus dipertimbangkan oleh manajer keuangan ketika mengambil keputusan pendanaan (Yakubu *et al.*, 2017). Struktur modal mengarah ke campuran hutang dan ekuitas sebagai anggaran yang digunakan perusahaan untuk operasi dan aktivitas investasi, maka struktur modal dapat diukur dengan *debt to equity ratio* (Ross *et al.*, 2021). Para investor memandang struktur modal untuk menilai keseimbangan antara risiko dan keuntungan atas investasinya serta menjadi tolok ukur dalam mempertimbangkan perolehan pengembalian, sehingga dalam hal ini struktur modal digunakan sebagai pedoman dalam pembiayaan proyek investasi. Setiap perusahaan perlu memerhatikan faktor apa saja yang memengaruhi penentuan struktur modal agar dapat mempertahankan nilai struktur modal tetap optimal (Giovanni & Rasyid, 2021).

Berdasarkan data idx.go.id, nilai DER dari beberapa sektor sesuai dengan IDX Industrial Classification (IDX-IC) untuk 5 tahun berturut-turut secara umum mengalami fluktuatif. Namun, satu-satunya sektor yang mengalami peningkatan pada nilai DER yaitu sektor infrastruktur yang artinya semakin tinggi nilai DER menggambarkan perusahaan semakin berisiko karena komposisi hutang lebih tinggi daripada ekuitasnya. Di sisi lain, pembatasan kredit untuk mengurangi hutang pada sektor infrastruktur tidak menguntungkan bagi sektor ini karena struktur permodalan sektor infrastruktur didominasi hutang yang lebih tinggi dibandingkan sektor lain (Meidiaswati & Kusumawati, 2023). Sektor infrastruktur menjadi perhatian khusus bagi pemerintah untuk meningkatkan iklim investasi

guna memaksimalkan kegiatan operasionalnya. Tantangan pembangunan infrastruktur setiap tahun akan semakin besar yang menyebabkan kebutuhan pendanaan juga terus meningkat. Maka dari itu, perlu adanya terobosan sumber-sumber pembiayaan baru (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2022).



Sumber: IDX Statistic (Data Diolah, 2023)

Gambar 1. GRAFIK DER SEKTORAL TAHUN 2018-2022

Variabel pertama yang memengaruhi struktur modal adalah profitabilitas (Hapsari *et al.*, 2023). Profitabilitas adalah indikator yang dimanfaatkan perusahaan guna memperhitungkan kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan dan mendukung pendanaan (Hamidah *et al.*, 2016). Hasil perhitungan profitabilitas menunjukkan kinerja keuangan perusahaan. Semakin besar hasil perbandingan dari profitabilitas, maka semakin tinggi laba perusahaan yang bisa dimanfaatkan untuk menutupi dan memenuhi pendanaan yang dibutuhkan. Menurut Khafid *et al* (2020) profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal, hal ini mengartikan bahwa keadaan profitabilitas yang tinggi menimbulkan kecenderungan perusahaan untuk menggunakan dana internalnya dalam pendanaan perusahaan dan mengurangi pemanfaatan hutang atau dana eksternal. Pernyataan ini selaras dengan *pecking order theory* yang mengutamakan pemanfaatan pendanaan internal perusahaan. Namun, jika perusahaan mengalami kekurangan pada dana internal, maka perusahaan bisa menutupinya dengan melakukan hutang sebelum melalui ekuitas atau menerbitkan saham baru (Myers, 1984).

Faktor berikutnya yang memengaruhi struktur modal yaitu *operating leverage* (Kurniawan *et al.*, 2021; Yudiandari, 2018). Menurut Erwan & Kartika (2022) *operating leverage* menggambarkan seberapa mampu perusahaan dalam menggunakan sumber dana dan pemanfaatan aset dengan maksud ingin memperoleh pengembalian yang besar. Yudiandari (2018) menyatakan bahwa *operating leverage* memiliki pengaruh negatif pada struktur modal. Tingginya nilai *operating leverage* yang dimiliki perusahaan akan menyebabkan fluktuasi keuntungan yang tinggi, sehingga lebih berisiko. Hal ini menyebabkan kepercayaan kreditur untuk menyalurkan pendanaan pada perusahaan tersebut menurun dan menyebabkan struktur modal perusahaan tidak optimal. Berbeda dengan Angela &

Rasyid (2022) yang menyebutkan bahwa *operating leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Sales growth merupakan indikator penunjuk sejauh mana perusahaan dalam meningkatkan penjualannya. Menurut Brigham *et al* (2011) *sales growth* yang tinggi akan berdampak pada struktur modal perusahaan, karena perusahaan yang ingin meminimalisir risiko akibat ketidakpastian bisnis akan cenderung menahan penggunaan hutang. Brealey *et al* (2008) mendukung *pecking order theory* dan menerangkan bahwa *sales growth* berbanding lurus dengan peningkatan keuntungan suatu perusahaan, sehingga perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal dalam pembiayaan aktivitas operasionalnya. Namun, optimalisasi penggunaan dana internal menyebabkan ketergantungan dalam memanfaatkan pinjaman untuk pendanaan perusahaan semakin rendah (Yudiandari, 2018). Menurut Susanti *et al* (2021) dan Hapsari *et al* (2023) *sales growth* berpengaruh positif pada struktur modal.

Keadaan struktur modal yang optimal juga dipengaruhi oleh besarnya struktur aset perusahaan (Baihaqi & Muhfiatun, 2021). Hal ini juga dapat dikatakan bahwa tingginya nilai struktur aset yang dimiliki perusahaan mengindikasikan jika kondisi modal sendiri dalam keadaan baik. Semakin besar nilai struktur aset perusahaan, maka modal perusahaan juga semakin besar sehingga menganggap hutang hanya sebagai pelengkap (Putra & Mustafa, 2021). Setiap aset yang dimiliki perusahaan terdapat fungsi masing-masing dalam menunjang pendapatan, kondisi struktur aset yang tinggi akan menimbulkan kemudahan dalam mendapatkan pinjaman guna meningkatkan struktur modal perusahaan dibandingkan dengan kondisi struktur aset yang rendah (Hapsari *et al.*, 2023). Namun, pengaruh negatif juga akan muncul jika suatu perusahaan mengandalkan struktur aset hanya untuk berhutang. Perusahaan yang melakukan banyak pinjaman kepada kreditur akan berpengaruh pada komposisi struktur modal perusahaan (Giovanni & Rasyid, 2021).

Menurut Ria (2023) tata kelola perusahaan dan keuangan berperan penting dalam meningkatkan keberagaman dewan direksi, khususnya keberagaman gender. Perusahaan dengan dewan direksi yang menerapkan keberagaman gender cenderung lebih mengejar peluang pertumbuhan dan ekspansi. Salah satunya dengan kehadiran pemimpin perempuan. Kehadiran CEO *female* di ruang rapat dapat memberikan kontribusi perspektif, keterampilan, proses pengambilan keputusan yang unik dan pada akhirnya mengarah pada peningkatan nilai perusahaan. Peningkatan nilai ini dapat membuat perusahaan lebih menarik bagi pemberi pinjaman, sehingga memfasilitasi akses yang lebih mudah terhadap pembiayaan hutang untuk memenuhi struktur modal perusahaan (Yakubu & Oumarou, 2023). Namun, Adusei & Obeng (2019) menyebutkan CEO *female* berpengaruh negatif terhadap struktur modal karena sifat perempuan yang cenderung menghindari risiko.

CEO tenure merupakan lamanya masa jabatan bagi seorang CEO, sehingga CEO seringkali menghadapi beberapa masalah yang relevan pada posisi tersebut (Hambrick & Fukutomi, 1991). Dengan pengalaman yang dimiliki seorang CEO, maka pemantauan keuangan perusahaan akan lebih tinggi. Menurut Septiawan *et al* (2022) CEO tenure berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal karena CEO yang memiliki masa jabatan lama akan lebih mengetahui tentang kerumitan yang terjadi pada perusahaan tersebut. Dengan demikian, CEO lebih mudah mencari pendanaan untuk perusahaan dengan pengalaman yang dimiliki atas lamanya masa jabatan yang ditempuh dan strategi terbaiknya dalam merencanakan pendanaan. Sedangkan Tarus & Ayabei (2016) menjelaskan jika dampak CEO tenure terhadap struktur modal yakni negatif signifikan.

Berdasarkan penelitian terdahulu terdapat beberapa variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal masih menunjukkan hasil yang berbeda bahkan bertentangan antara hasil penelitian yang satu dengan yang lainnya. Hal inilah yang akan diangkat menjadi *research gap* dalam penelitian ini. Berdasarkan *research gap* dari hasil penelitian sebelumnya serta perlunya perluasan penelitian yang didukung oleh teori-teori yang mendasari pada setiap variabel, maka penulis tertarik untuk meneliti beberapa variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal yaitu profitabilitas, *operating leverage*, *sales growth*, struktur aset, CEO *female* dan CEO tenure pada perusahaan sektor infrastruktur di

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pecking Order Theory

Urutan preferensi pembiayaan oleh *pecking order theory* ditentukan oleh biaya penerbitan dan kemudahan mengakses sumber pembiayaan. Pendanaan internal menjadi pilihan pertama karena tidak memerlukan biaya penerbitan dan tersedia dengan mudah (Adusei & Obeng, 2019). Menurut Myers (1984) mengaitkan urutan preferensi pembiayaan yang didukung oleh *pecking order theory* dengan asimetri informasi antara perusahaan dan pasar modal. Adanya asimetri informasi antara partisipan pasar menciptakan pasar yang tidak likuid, sehingga menurunkan minat investor. Hal ini membuat manajer lebih tertarik pada sekuritas yang kurang berisiko dibandingkan sumber pendanaan dari luar, karena hutang jangka panjang dan ekuitas baru dinilai lebih berisiko tinggi dan sensitif terhadap asimetri informasi (Myers & Majluf, 1984). *Pecking order theory* juga membawa dua pemikiran yang berbeda. Pemikiran pertama, sumber pendanaan internal (*retained earnings*) menjadi fokus utama agar tidak menimbulkan sinyal negatif yang dikhawatirkan akan menurunkan harga saham perseroan. Pemikiran kedua, jika kekurangan dana dirasakan oleh perusahaan seharusnya hal yang perlu dilakukan adalah menerbitkan hutang dan selanjutnya sebagai alternatif terakhir yaitu penerbitan saham baru (Myers, 1984).

Trade Off Theory

Esensi *trade off theory* yaitu perusahaan menargetkan tingkat optimal perpaduan antara ekuitas dan hutang yang memaksimalkan perbedaan antara manfaat dan biaya penerbitan hutang. Manfaat yang didapatkan yaitu *tax shield* (penghindaran pajak). *Tax shield* adalah faedah pajak yang didapatkan atas penyeteroran bunga pada kreditur atau manfaat modal hutang (Modigliani & Miller, 1963). *Trade off theory* berkaitan dengan pemanfaatan hutang guna mendapatkan pajak yang lebih hemat, biaya agen, kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan (Hanafi, 2004). Perolehan perlindungan pajak yang besar disebabkan oleh proporsi hutang yang besar. Namun, besarnya proporsi hutang dapat meningkatkan kemungkinan timbulnya biaya kebangkrutan. Dengan demikian, perlu adanya keseimbangan antara manfaat pajak yang didapatkan dengan besarnya jumlah hutang agar struktur modal perusahaan berada pada kondisi optimal (Sartono, 2001).

Teori Keagenan

Grand teori yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori keagenan, teori ini memprediksi adanya hubungan antara tata kelola perusahaan dan struktur modal (Nguyen *et al.*, 2022). Teori keagenan memberikan lensa yang berguna untuk memahami bagaimana mekanisme tata kelola perusahaan dapat memengaruhi keputusan struktur modal. Pada intinya, teori keagenan berpendapat bahwa konflik dapat muncul antara pemegang saham (prinsipal) dan manajer (agen) karena preferensi risiko mereka berbeda (A.A Zaid *et al.*, 2020). Ketika manajer membuat pilihan pendanaan yang tidak memberikan keuntungan maksimal kepada pemegang saham, maka timbul biaya keagenan (Amin *et al.*, 2022). Cara yang dapat dilakukan untuk membantu meminimalkan masalah keagenan yaitu peningkatan independensi dewan direksi dan keragaman gender (García & Herrero, 2021). Berbagai analisis empiris menunjukkan bahwa ketika lebih banyak perempuan hadir di ruang rapat, pemantauan kebijakan keuangan tampaknya semakin kuat sehingga meminimalisir hutang dalam komposisi struktur modal perusahaan (García & Herrero, 2021). Teori keagenan juga memperkirakan bahwa CEO *tenure* yang digambarkan pada lamanya masa jabatan CEO menjadi alasan dalam menentukan kenaikan hutang yang tepat untuk struktur modal perusahaan karena pengalaman yang dimiliki selama menjabat sebagai CEO (Ndaki *et al.*, 2018).

Struktur Modal

Struktur modal merupakan kewajiban perusahaan yang bersifat jangka pendek dan jangka panjang (Hapsari *et al.*, 2023). Perusahaan harus memerhatikan keseimbangan antara hutang dan ekuitas untuk mengoptimalkan pendanaan. Dalam hal ini, perusahaan dituntut untuk mengambil keputusan permodalan yang terbaik agar dapat menciptakan keseimbangan liabilitas dan ekuitas yang optimal. Pembiayaan ekuitas mengacu pada modal saham, sementara pembiayaan liabilitas mengacu pada

pinjaman perusahaan (Septiawan *et al.*, 2022). Menurut Brigham & Houston (2014) struktur modal juga dapat pula diartikan sebagai percampuran antara hutang dan ekuitas dalam pembiayaan perusahaan, sehingga dapat dihitung menggunakan persamaan (1)

$$DER = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}} \times 100\% \dots\dots\dots (1)$$

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kapabilitas perusahaan dalam memperoleh keuntungan atau laba, sehingga ketika suatu perusahaan mencapai tingkat keuntungan yang maksimal dapat diartikan bahwa perusahaan berhasil mengelola operasionalnya dan memiliki kinerja yang baik (Giovanni & Rasyid, 2021). ROE menjadi salah satu ukuran profitabilitas atau menjadi alat ukur perusahaan dalam mendapatkan keuntungan. Nilai *Return on Equity* (Pengembalian Ekuitas) menunjukkan cara pengelolaan modal sendiri secara efektif oleh perusahaan dan menilai perolehan keuntungan atas investasi yang sudah dilakukan pemegang saham atau pemilik modal sendiri (Sugiono, 2009). Menurut Kasmir (2014:115) ROE dapat dihitung menggunakan rumus (2).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Ekuitas}} \dots\dots\dots (2)$$

Operating Leverage

Menurut Yudiandari (2018) *operating leverage* adalah ukuran seberapa jauh laba operasi bersih dipengaruhi oleh volume penjualan. Pontoh & Ilat (2013) mengungkapkan bahwa besarnya pengaruh penjualan pada laba perusahaan mengindikasikan tingginya nilai *operating leverage*. Formula yang digunakan untuk mengukur variabel *operating leverage* yaitu *degree of operating leverage*, rasio ini menggambarkan persentase perubahan penjualan dengan perhitungan dari laba sebelum bunga dan pajak (Syamsudin, 2011). Perusahaan dengan nilai DOL tinggi yang dibarengi kenaikan penjualan akan lebih menguntungkan daripada perusahaan yang penjualannya meningkat tetapi nilai DOL rendah. Namun, perusahaan DOL tinggi akan lebih rendah keuntungannya dibanding perusahaan DOL rendah ketika terjadi penurunan penjualan. Pernyataan ini mengindikasikan jika perusahaan dengan DOL yang tinggi lebih berisiko karena fluktuasi keuntungan juga tinggi dan nilai DOL yang aman ketika nilainya rendah (Yudiandari, 2018). Formula (3) digunakan untuk menghitung *operating leverage* (Sutrisno, 2012:199).

$$DOL = \frac{\% \text{ perubahan EBIT}}{\% \text{ perubahan jumlah penjualan}} \dots\dots\dots (3)$$

Sales Growth

Menurut Brigham *et al* (2014) *sales growth* merupakan penilaian bagi perusahaan dalam mempertahankan kondisi usaha ditengah perkembangan industri dan ekonomi. *Sales growth* yang terus mengalami peningkatan dapat menggambarkan bahwa perusahaan sedang di fase pertumbuhan yang cukup baik, sehingga dapat memberikan harapan baik bagi calon investor pada pemberian *return* di masa depan. Menurut Kasmir (2018:107) *sales growth* termasuk pengukuran yang menunjukkan kapabilitas perusahaan dalam menjaga stabilitas ekonomi ditengah perkembangan ekonomi. Terjadinya *sales growth* juga dapat ditandai dengan meningkatnya angka pendapatan perusahaan (Limbong & Chabachib, 2016). Menurut Harahap (2010) *sales growth* digambarkan melalui hasil perbandingan antara penjualan tahun berjalan dengan tahun sebelumnya, rasio yang semakin tinggi menyebabkan laba yang dihasilkan juga tinggi. *Sales growth* dapat dirumuskan menggunakan formula (4).

$$GOS = \frac{S(t)-S(t-1)}{S(t-1)} \dots\dots\dots (4)$$

Struktur Aset

Pengukuran struktur aset merupakan salah satu variabel yang digunakan untuk mengetahui berapa besar aset tetap menguasai komposisi aset yang menjadi milik perusahaan (Susanti *et al.*, 2021).

Eka Tiara Febtiani & Yuyun Isbanah. Pengaruh profitabilitas, *operating leverage*, *sales growth*, struktur aset, CEO *female* dan CEO *tenure* terhadap struktur modal

Perusahaan yang memiliki komposisi aset dalam jumlah besar menyatakan bahwa perusahaan memiliki modal sendiri yang besar sehingga dapat membantu kegiatan operasional perusahaan secara optimal (Syamsudin, 2011). Menurut Brigham & Weston (2005:175) struktur aset dapat dihitung menggunakan rumus (5).

$$FAR = \frac{\text{Aset tetap}}{\text{Total aset}} \times 100 \dots\dots\dots (5)$$

CEO Female

Seiring berjalannya waktu, posisi perempuan dalam perusahaan sudah tidak diragukan lagi, bahkan tidak jarang perempuan menjadi bagian dari *top management* suatu perusahaan. Keberadaan CEO *female* pada suatu organisasi dapat diukur menggunakan variabel *dummy* dengan cara mengelompokkan kategori data yang bersifat kualitatif ataupun kuantitatif dengan membentuk skala nominal seperti penggunaan angka 1 dan 0 (Martín-Ugedo *et al.*, 2018). Pada pengukuran CEO *female*, jika CEO adalah seorang perempuan diberi kode “1” dan jika tidak diberi kode “0”.

CEO Tenure

CEO *tenure* merupakan variabel yang menggambarkan lamanya CEO menjabat (Ndaki *et al.*, 2018). Pengalaman bagi seorang manajemen puncak menjadi poin penting karena jabatan yang panjang bagi seorang CEO memberikan pengetahuan lebih dalam menghadapi berbagai konflik. Hal ini tentunya memudahkan CEO dalam pengambilan keputusan yang berhubungan dengan posisi tersebut (Septiawan *et al.*, 2022). Menurut Bernile *et al.* (2018) CEO *tenure* dapat diukur dengan jumlah tahun CEO menjabat lalu memberikan kategori “1” jika CEO menjabat 1 tahun, kategori “2” jika CEO menjabat 2 tahun, kategori “3” jika CEO menjabat 3 tahun dan seterusnya. Pada variabel ini CEO yang menjadi acuan adalah direktur utama dan perhitungannya diambil dari berapa jumlah tahun CEO menjabat hingga periode yang dihitung.

Hubungan antar Variabel

Profitabilitas menjadi indikator penting dalam menilai keberhasilan suatu perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas, maka dapat diprediksi laba ditahan suatu perusahaan juga tinggi (Khafid *et al.*, 2020). Keberadaan laba ditahan yang tinggi dapat membantu pendanaan perusahaan. Perusahaan yang menguntungkan cenderung memiliki tingkat likuiditas yang tinggi tetapi tingkat hutangnya rendah (Arilyn, 2020). Pernyataan ini juga sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan memilih untuk mempertahankan lebih banyak laba dan akhirnya memilih laba ditahan sebagai sumber pendanaan, sehingga rasio hutang perusahaan berkurang (Nuswandari, 2013).

H1: Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur.

Operating leverage merupakan ukuran suatu perusahaan dalam penggunaan sumber dana dan pemanfaatan aset dengan tujuan memperoleh hasil pengembalian yang besar Erwan & Kartika (2022). Nilai *operating leverage* memiliki fluktuasi keuntungan yang tinggi, sehingga lebih berisiko (Pontoh & Ilat, 2013). Pernyataan ini didukung oleh *trade off theory* yakni perusahaan yang memiliki risiko tinggi akan memiliki kesempatan lebih kecil dalam mendapatkan pinjaman karena kreditur menganggap perusahaan rentan gagal dalam usahanya (Oktavina & Manalu, 2018). Maka dapat dikatakan bahwa semakin tinggi nilai *operating leverage* akan memberikan dampak semakin rendah tingkat hutang untuk memenuhi pendanaan perusahaan sehingga berpengaruh pada struktur modal perusahaan yang menurun (Yudiandari, 2018)

H2: *Operating leverage* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur.

Penjualan merupakan aktivitas yang dilakukan perusahaan untuk mendapatkan tingkat laba yang diharapkan (Brigham & Houston, 2014). *Sales growth* atau tingkat pertumbuhan penjualan suatu perusahaan dapat dilihat dari peningkatan pendapatan (Limbong & Chabachib, 2016). Pertumbuhan penjualan yang tinggi menjadi salah satu cara perusahaan mempertimbangkan besarnya hutang yang akan diambil. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan, maka semakin rendah

ketergantungan perusahaan terhadap pinjaman atau hutang dalam pendanaan perusahaan (Yudiandari, 2018). Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang mendukung alokasi dana internal dalam proses pendanaan perusahaan sehingga mengurangi dana eksternal yang berasal dari pinjaman (Oktavina & Manalu, 2018).

H3: *Sales growth* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur.

Salah satu cara perusahaan meningkatkan struktur modal yaitu dengan memerhatikan struktur aset perusahaan. Semakin besar struktur aset perusahaan, maka semakin optimal struktur modalnya (Hapsari *et al.*, 2023). Kondisi struktur aset yang besar mengartikan bahwa perusahaan memiliki modal sendiri yang besar sehingga perusahaan berkesempatan untuk mendapatkan pengembalian yang besar dan dapat meningkatkan pendanaan internal. Hal ini didukung oleh *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan pendanaan internal yang baik akan memilih untuk menggunakan laba ditahan dalam memenuhi struktur modal perusahaan (Oktavina & Manalu, 2018).

H4: Struktur aset berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur.

Kehadiran perempuan sebagai CEO suatu perusahaan memiliki dampak yang signifikan terhadap struktur modal (Aljughaiman *et al.*, 2022). CEO *female* sangat mempertimbangkan tingkat hutang jangka panjang untuk penggalangan dana dan lebih memilih hutang jangka pendek karena perempuan cenderung menghindari risiko atau *risk averse* (Teodosio *et al.*, 2023). Dalam hal ini, perusahaan didukung oleh teori keagenan yang menyatakan bahwa semakin banyak peran perempuan dalam ruang rapat, maka pemantauan keuangan semakin kuat (Ria, 2023).

H5: CEO *female* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur.

CEO *tenure* atau masa jabatan CEO sebagai indikator yang dapat memengaruhi tinggi rendahnya struktur modal (Ndaki *et al.*, 2018). CEO yang sudah lama menjabat akan lebih tau kemampuan dan kelemahan suatu perusahaan karena sudah paham terkait seluk beluk perusahaan. Hal ini juga dapat menjadi poin lebih dimata kreditur untuk meminjamkan hutang karena sudah mengerti kapabilitas CEO pada perusahaan yang dipimpin (Septiawan *et al.*, 2022). Teori keagenan juga mendukung adanya pengaruh antara masa jabatan CEO dengan struktur modal perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

H6: CEO *tenure* berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan sektor infrastruktur.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk jenis penelitian konklusif kausal untuk menguji sebab akibat profitabilitas, *operating leverage*, *sales growth*, struktur aset, CEO *female* dan CEO *tenure* terhadap struktur modal. Penelitian ini menggunakan data kuantitatif dengan teknik dokumentasi dan laporan keuangan tahunan sebagai sumber data sekunder yang diambil dari website resmi BEI. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di BEI periode 2018-2022 dan metode sampling pada penelitian ini adalah Metode *purposive sampling* sebanyak 14 perusahaan yaitu perusahaan yang terdaftar pada sektor infrastruktur 5 tahun berturut-turut selama periode 2018-2022 dan perusahaan sektor infrastruktur yang mengalami keuntungan 5 tahun berturut-turut selama periode 2018-2022. Teknik analisis data dengan analisis statistik deskriptif dan analisis regresi data panel menggunakan IBM SPSS Versi 25 dan STATA 17. Adapun tahap analisis regresi data panel antara lain pengujian estimasi model regresi data panel untuk menentukan model estimasi yang cocok, melakukan uji asumsi klasik dan pengujian hipotesis serta intepretasinya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Statistik Deskriptif

Tabel 1 menampilkan jumlah sampel, *mean*, *maximum*, *minimum*, dan standar deviasi dari setiap variabel. Hasil *mean* struktur modal sebesar 1,32 dengan standar deviasi 1,39. Hal ini menunjukkan bahwa sebaran data bersifat heterogen karena nilai standar deviasi lebih tinggi daripada nilai *mean*. Hasil nilai *mean* profitabilitas yaitu 7,01 yang menunjukkan bahwa setiap Rp1,00 laba yang dihasilkan dapat dijamin dengan Rp7,01 total ekuitas perusahaan. Nilai rata-rata *operating leverage* sebesar 2,67 yang berarti setiap 1% pertumbuhan penjualan, maka rata-rata EBIT perusahaan sektor infrastruktur di Bursa Efek Indonesia sebesar 267%. *Sales growth* memiliki rata-rata 0,10 yang menunjukkan bahwa rata-rata pertumbuhan penjualan pada perusahaan sektor infrastruktur sebesar 10%. Nilai rata-rata struktur aset 0,44 yang artinya rata-rata perusahaan memiliki aset tetap sebesar 44% dari total asetnya. Nilai *mean* CEO *female* sebesar 0,11 yang menunjukkan bahwa rata-rata direktur utama perusahaan tidak diwakili oleh perempuan. Nilai *mean* CEO *tenure* sebesar 5,87 yang menunjukkan bahwa rata-rata direktur utama perusahaan memiliki masa jabatan yang cukup lama.

Tabel 1.
STATISTIK DESKRIPTIF

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profitabilitas	70	0,01	29,30	7,0113	8,65826
<i>Operating Leverage</i>	70	-9,56	58,74	2,6667	10,18530
<i>Sales Growth</i>	70	-0,48	1,01	0,1003	0,27736
Struktur Aset	70	0	0,89	0,4430	0,32351
CEO <i>Female</i>	70	0	1	0,11	0,320
CEO <i>Tenure</i>	70	1	15	5,87	3,871
Struktur Modal	70	0,01	7,56	1,3174	1,39788
Valid N (listwise)	70				

Sumber: Data diolah SPSS 25 (2024)

Hasil Pemilihan Model Estimasi

Tabel 2
HASIL UJI HAUSMAN

R-squared	Probabilitas
0,0135	0,3138

Sumber: Data diolah STATA 17 (2024)

Pengujian ini melewati tiga tahap, tahap pertama yaitu uji chow yang diperoleh nilai prob > F = 0,0000. Nilai probabilitas *chi square* sebesar $0,0000 < 0,05$ menunjukkan bahwa model terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM) dan perlu dilakukan pengujian selanjutnya yaitu uji hausman. Hasil uji hausman diperoleh nilai prob > $\chi^2 = 0,3183$. Nilai probabilitas *chi square* untuk uji hausman ditemukan $0,3183 > 0,05$ yang artinya model terpilih adalah *Random Effect Model* (REM). Tahap terakhir yaitu uji lagrange multipler dan diperoleh nilai prob > $\chi^2 = 0,0000$ menunjukkan bahwa nilai probabilitas *chi square* sebesar $0,0000 < 0,05$ yang artinya model terpilih adalah *Random Effect Model* (REM). Oleh karena itu, tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik karena pada model ini menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS) yang dapat mengatasi heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Hasil Uji F

Uji F bertujuan untuk membuktikan apakah variabel independen secara bersama-sama (simultan) memengaruhi variabel dependen (Ghozali, 2018:95). Berdasarkan tampilan tabel 2, diketahui nilai probabilitas untuk pengaruh X1, X2, X3, X4, X5 dan X6 secara simultan terhadap Y adalah sebesar $0,3183 > 0,05$. Oleh karena itu, profitabilitas (ROE), *operating leverage* (DOL), *sales growth* (GOS),

struktur aset (FAR), CEO *female* dan CEO *tenure* secara bersama-sama (simultan) tidak berpengaruh terhadap struktur modal yang artinya H_0 ditolak.

Hasil Uji T

Tabel 3
HASIL UJI HIPOTESIS

Variabel	Coefficient	p> z
Profitabilitas	0,0123734	0,786
<i>Operating Leverage</i>	-0,01252	0,738
<i>Sales Growth</i>	0,0643772	0,244
Struktur Aset	-0,433886	0,046
CEO <i>Female</i>	1,634984	0,627
CEO <i>Tenure</i>	-0,7012188	0,185
Cons	42,70296	0

Sumber: Data diolah STATA 17 (2024)

Uji t digunakan untuk menguji apakah hipotesis penelitian mengenai pengaruh dari masing-masing variabel independen secara parsial (sendiri-sendiri) berpengaruh terhadap variabel independen (Ghozali, 2018:95). Variabel independen dinyatakan secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen jika nilai uji $t < 0,05$ dan sebaliknya. Hasil uji t pada penelitian ini yang ditunjukkan oleh tabel 3 menggambarkan bahwa hanya variabel struktur aset yang memiliki nilai signifikan sebesar 0,046 yang artinya nilai signifikansi lebih kecil dibandingkan 0,05 dengan nilai koefisien sebesar -0,434. Hasil tersebut menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_a diterima sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel struktur aset memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan sektor infrastruktur di BEI periode 2018-2022. Sedangkan variabel lain seperti profitabilitas, *operating leverage*, *sales growth*, CEO *female* dan CEO *tenure* memiliki nilai signifikansi $> 0,05$ yang artinya H_0 diterima dan H_a ditolak sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel profitabilitas, *operating leverage*, *sales growth*, CEO *female* dan CEO *tenure* tidak memberikan pengaruh terhadap struktur modal perusahaan sektor infrastruktur di BEI periode 2018-2022.

Hasil Uji Koefisien Determinasi

Pengujian koefisien determinasi ini dilakukan dengan maksud mengukur kemampuan model dalam menerangkan seberapa besar pengaruh variabel independen secara bersama-sama (simultan) memengaruhi variabel dependen yang dapat diindikasikan oleh nilai adjusted R – Squared (Ghozali, 2016). Pada tabel 2 besarnya hasil R^2 adalah 0,0135 yang artinya 1,35% variasi struktur modal (DER) dapat dijelaskan oleh 6 variabel independen yaitu profitabilitas (ROE), *operating leverage* (DOL), *sales growth* (GOS), struktur aset (FAR), CEO *female* dan CEO *tenure*. Sedangkan sisanya yaitu sebesar $(100\% - 1,35\% = 98,65\%)$ dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Hasil dari uji analisis regresi data panel menunjukkan variabel profitabilitas yang diuji dengan *return on equity* tidak memberikan pengaruh pada struktur modal. Hal ini dapat diartikan bahwa besarnya campuran hutang dan ekuitas tidak memiliki dampak secara langsung pada kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan. Giovanni & Rasyid (2021) mengungkapkan bahwa hutang dan perolehan laba pada setiap perusahaan seringkali tidak menentu yang membuat kreditur atau investor mengabaikan tingkat profitabilitas dalam menilai kondisi struktur modal perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini memiliki rata-rata tergolong tinggi yang berarti perusahaan pada sampel penelitian cenderung menghasilkan laba yang tinggi. Namun, hal tersebut tidak memengaruhi perusahaan untuk mempertimbangkan profitabilitas dalam mencapai struktur modal yang optimal.

Penelitian ini tidak dapat membuktikan *pecking order theory* yang mengungkapkan bahwa profitabilitas dapat meningkatkan nilai laba ditahan (pendanaan internal) untuk dialokasikan pada

pendanaan perusahaan guna mendapatkan struktur modal yang optimal (Nuswandari, 2013). Penelitian ini menemukan hasil yang selaras dengan Das (2018), Yudiandari (2018) dan Septiawan *et al* (2022) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil penelitian menyatakan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan tidak memengaruhi suatu perusahaan memilih untuk menggunakan dana internal atau dana eksternal perusahaan dalam pencapaian struktur modal yang optimal. Namun, profitabilitas diharapkan tetap menjadi pertimbangan bagi perusahaan karena menjadi tolok ukur kesanggupan badan usaha dalam membayar kewajibannya dan keuntungan yang akan diperoleh kreditur (Hamidah *et al.*, 2016).

Pengaruh *Operating Leverage* terhadap Struktur Modal

Hasil dari uji analisis regresi data panel dapat dinyatakan bahwa variabel *operating leverage* yang diukur dengan *degree of operating leverage* tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal tersebut mengartikan bahwa kemampuan perusahaan dalam menggunakan sumber dana dan pemanfaatan aset dengan maksud ingin memperoleh pengembalian yang besar tidak memengaruhi perusahaan dalam menentukan komposisi struktur modalnya. Hasil analisis statistik deskriptif untuk variabel ini mempunyai rata-rata tergolong tinggi. Tingginya rata-rata pada nilai DOL mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki perubahan EBIT yang tinggi. Namun, hal ini tidak dapat memengaruhi kondisi struktur modal perusahaan menjadi optimal. Kondisi nilai DOL yang naik atau turun sekalipun tidak membahayakan struktur modal dan tidak memengaruhi keputusan kreditur dalam memberikan pinjaman (Angela & Rasyid, 2022).

Hasil penelitian tidak dapat membuktikan *trade off theory* karena nilai DOL yang menurun tidak membuat perusahaan tersebut mengambil hutang lebih banyak pada komposisi struktur modalnya. Hal ini menggambarkan bahwa tinggi atau rendahnya *operating leverage* tidak memengaruhi perusahaan untuk memilih antara dana internal atau eksternal dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya guna mencapai struktur modal perusahaan yang optimal. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Agustin *et al* (2020), Kurniawan *et al* (2021) dan Angela & Rasyid (2022) yang menyatakan bahwa *operating leverage* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh *Sales Growth* terhadap Struktur Modal

Pengujian analisis regresi data panel memberikan hasil bahwa variabel *sales growth* yang diprosikan menggunakan *growth of sales* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian tersebut mengindikasikan bahwa pertumbuhan penjualan perusahaan tidak berdampak pada campuran hutang dan ekuitas perusahaan. Menurut Yudiandari (2018) nilai GOS suatu perusahaan yang semakin tinggi menyebabkan ketergantungan perusahaan terhadap pinjaman atau hutang pada komposisi struktur modal. Namun, perolehan rata-rata nilai GOS yang rendah pada hasil uji statistik deskriptif mengindikasikan bahwa GOS tidak memberikan kontribusi terhadap struktur modal perusahaan.

Pecking order theory tidak dapat dibuktikan untuk variabel *sales growth* pada hasil penelitian ini karena teori dasar *pecking order* mendeskripsikan jika sumber pendanaan utama perusahaan yaitu dana internal yang berasal dari laba ditahan, lalu pendanaan eksternal dari penerbitan hutang dan terakhir penerbitan saham baru (Myers, 1984). Namun, hasil penelitian ini menyatakan bahwa baik buruknya kondisi *sales growth* tidak memengaruhi perusahaan untuk memilih pendanaan internal atau eksternal dalam mencapai komposisi struktur modal yang optimal. Sejalan dengan penelitian Giovanni & Rasyid (2021) serta Baihaqi & Muhfiatun (2021) yang menyatakan bahwa *sales growth* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Struktur Modal

Hasil pengujian dari analisis regresi data panel menunjukkan variabel struktur aset yang diprosikan menggunakan *fixed assets ratio* berpengaruh negatif pada struktur modal. Di mana setiap peningkatan nilai FAR akan menyebabkan penurunan pada nilai DER. Dengan demikian, penelitian ini menunjang pernyataan dari teori dasar *pecking order* yang mengungkapkan bahwa badan usaha dengan pendanaan internal yang baik akan memilih untuk memanfaatkan laba ditahan dalam memenuhi struktur modal perusahaan (Oktavina & Manalu, 2018). Rata-rata FAR yang diperoleh dari penelitian

ini tidak terlalu tinggi, sehingga mengisyaratkan bahwa total aset perusahaan tidak didominasi oleh aset tetap. Komposisi aset tetap pada struktur aset disebut sebagai modal sendiri, harapannya modal ini bisa menjadi pengembalian pendapatan yang semakin besar sehingga laba ditahan yang dimiliki perusahaan mengalami peningkatan. Ketika perusahaan memiliki laba ditahan tinggi, maka perusahaan akan memilih menggunakan laba ditahan atau dana internal untuk komposisi struktur modalnya daripada menggunakan dana eksternal dari hutang. Oleh karena itu, ukuran aset tetap yang tinggi memiliki keuntungan pengembalian pendapatan yang besar pula, sehingga penggunaan hutang dapat diminimalisir. Hasil penelitian ini juga didukung oleh Giovanni & Rasyid (2021), Angela & Rasyid (2022) dan Ramadhan & Sutrisno (2022) yang mengungkapkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Berdasarkan beberapa perusahaan pada sampel penelitian ini, terdapat satu perusahaan yang mendukung hasil dari penelitian karena nilai FAR mengalami kenaikan pada tahun 2018-2022. Kenaikan nilai FAR diiringi dengan penurunan nilai DER atau struktur modal perusahaan selama 5 tahun berturut-turut. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan struktur aset menyebabkan struktur modal perusahaan mengalami penurunan. Oleh karena itu, hasil penelitian dapat membuktikan teori dasar *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan memilih untuk memanfaatkan aset tetap sebagai modal sendiri dan meminimalisir hutang.

Pengaruh CEO *Female* terhadap Struktur Modal

Hasil pengujian dari analisis regresi data panel menunjukkan variabel *CEO female* tidak berpengaruh pada struktur modal, sehingga *CEO female* yang dikembangkan oleh teori keagenan tidak terbukti. Pernyataan ini mengartikan bahwa keberadaan perempuan pada posisi CEO tidak memberikan dampak pada komposisi struktur modal perusahaan. Teori keagenan berpendapat bahwa konflik dapat muncul antara pemegang saham (prinsipal) dan manajer (agen) karena preferensi risiko mereka berbeda (A.A Zaid *et al.*, 2020). Ketika manajer membuat pilihan pendanaan yang tidak memberikan keuntungan maksimal kepada pemegang saham, maka timbul biaya keagenan (Amin *et al.*, 2022). Beberapa jenis pemangku kepentingan dapat memengaruhi perilaku keuangan perusahaan sehingga meminimalisir biaya keagenan. Keterwakilan perempuan yang lebih besar, diyakini akan meningkatkan kemampuan pemantauan terhadap manajemen dan mengekang perilaku diskresi atau munculnya biaya keagenan (A.A Zaid *et al.*, 2020). Namun, hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Septiawan *et al* (2022) menuturkan bahwa posisi *CEO female* tidak berpengaruh terhadap komposisi struktur modal yang artinya tidak terdapat perbedaan baik laki-laki ataupun perempuan dalam menentukan komposisi struktur modal perusahaan yang optimal.

Berdasarkan penelitian ini terdapat satu perusahaan yang mewakili hasil penelitian karena dari tahun 2018-2022 CEO pada perusahaan ini adalah perempuan. Namun, keberadaan *CEO female* tidak memberikan pengaruh pada struktur modal karena kondisi struktur modal pada perusahaan ini mengalami fluktuatif. Jika dikembangkan oleh teori keagenan, struktur modal akan mengalami penurunan karena komposisi hutang cenderung menurun apabila CEO yang menjabat adalah perempuan. Hal ini disebabkan sifat perempuan yang cenderung menghindari risiko (*risk averse*) dan memilih untuk mengurangi hutang jangka panjang dan hutang keuangan (Myers & Majluf, 1984).

Pengaruh CEO *Tenure* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil penelitian menyiratkan bahwa *CEO tenure* yang diukur dengan nominal jumlah tahun CEO menjabat tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Dengan demikian, CEO yang memiliki masa jabatan lama sekalipun tidak memberikan dampak pada campuran hutang dan ekuitas perusahaan. Teori yang mendasari variabel ini yaitu teori keagenan, teori ini memperkirakan bahwa konflik dapat muncul antara pemegang saham (prinsipal) dan manajer (agen) karena preferensi risiko mereka berbeda (A.A Zaid *et al.*, 2020). Keadaan tersebut dapat menimbulkan biaya keagenan, maka dari itu perlu adanya pemangku kepentingan. Salah satu pemangku kepentingan yang dimaksud yaitu CEO yang memiliki pengalaman lebih banyak agar dapat memberikan keputusan yang paling tepat guna meminimalisir munculnya biaya keagenan (Tarus & Ayabei, 2016). CEO akan semakin mengakar ketika memperoleh pengalaman yang lebih banyak pada posisinya (Vafeas, 2003). Namun,

Ogochukwu (2020) dan hasil penelitian ini menemukan tidak terdapat pengaruh antara CEO *tenure* dengan struktur modal.

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif terdapat salah satu perusahaan yang menggambarkan hasil penelitian ini karena termasuk perusahaan yang memiliki CEO dengan masa jabatan paling lama hingga 15 tahun. CEO yang menjabat pada perusahaan ini selama 2018-2022 masih sama, di mana mulai tahun 2018 CEO sudah menjabat selama 11 tahun dan di tahun 2022 menepati 15 tahun menjabat. Namun, nilai struktur modal perusahaan tergolong fluktuatif selama lima tahun tersebut dan tidak membuktikan teori keagenan. Hal ini mengartikan bahwa lamanya masa jabatan CEO tidak membuktikan bahwa CEO dapat mengambil keputusan pendanaan dengan baik, sehingga sesuai dengan hasil penelitian ini yang mengungkapkan bahwa CEO *tenure* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

KESIMPULAN

Hasil temuan menunjukkan adanya pengaruh signifikan negatif struktur aset terhadap struktur modal, sehingga perusahaan memiliki peluang yang baik untuk mendapatkan pendanaan dari investor. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi struktur aset perusahaan menyebabkan penurunan struktur modal yang artinya komposisi hutang juga menurun. Di sisi lain, nilai FAR yang tinggi juga menunjukkan bahwa perusahaan memiliki modal sendiri yang besar. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu menyeimbangkan antara hutang dan ekuitas serta memanfaatkan aset tetapnya sebaik mungkin agar mendapatkan pengembalian yang besar. Hal ini bertujuan untuk mengurangi ketergantungan perusahaan dalam berhutang guna mencapai struktur modal perusahaan yang optimal.

Implikasi praktis bagi perusahaan, khususnya sektor infrastruktur yang menjadi objek penelitian ini untuk tidak bergantung pada hutang dalam menciptakan struktur modal perusahaan yang optimal. Perusahaan sektor infrastruktur juga diharapkan selalu memerhatikan komposisi struktur aset perusahaan karena semakin tinggi nilainya mengindikasikan bahwa perusahaan juga akan mendapatkan pengembalian yang besar. Selain itu, bagi investor yang hendak berinvestasi pada perusahaan sektor infrastruktur sebaiknya memerhatikan peran struktur aset dalam suatu perusahaan, salah satunya adalah pengaruhnya terhadap struktur modal. Pengaruh negatif struktur aset terhadap struktur modal membuktikan bahwa aset tetap perusahaan yang tinggi menyebabkan struktur modalnya menurun. Oleh karena itu, perusahaan dinilai memiliki risiko yang rendah sehingga lebih aman dan menguntungkan bagi investor. Penelitian ini memiliki keterbatasan pada rendahnya nilai Adjusted R Square, sehingga diharapkan penelitian selanjutnya dapat menambah variabel independen lain diluar variabel dalam penelitian ini seperti: *tangible asset*, *asset turnover*, *gender diversity*, risiko bisnis atau variabel lain yang jarang diteliti. Penelitian selanjutnya juga dapat menambah variabel mediasi seperti nilai perusahaan, ukuran perusahaan dan ukuran dewan direksi maupun menghilangkan variabel yang tidak berpengaruh sehingga nilai Adjusted R Square dapat ditingkatkan dan model penelitian menjadi semakin baik.

DAFTAR PUSTAKA

- A.A Zaid, M., Wang, M., T.F. Abuhijleh, S., Issa, A., W.A. Saleh, M., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(5), 939–964. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>
- Adusei, M., & Obeng, E. Y. T. (2019). Board gender diversity and the capital structure of microfinance institutions: A global analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71(2), 258–269. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.006>
- Agustin, K. L., Salim, U., & Andarwati, A. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Tingkat Pertumbuhan Aktiva, Leverage Operasi, Stabilitas Penjualan terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *IQTISHODUNA*, 16(1), 17–38. <https://doi.org/10.18860/iq.v16i1.7276>

- Aljughaiman, A. A., Albarrak, M., Cao, N. D., & Trinh, V. Q. (2022). Cost of equity, debt financing policy, and the role of female directors. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 1–34. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2109274>
- Amin, A., Ur Rehman, R., Ali, R., & Ntim, C. G. (2022). Does gender diversity on the board reduce agency cost? Evidence from Pakistan. *Gender in Management*, 37(2), 164–181. <https://doi.org/10.1108/GM-10-2020-0303>
- Angela, A., & Rasyid, A. (2022). Pengaruh Operating Leverage, Asset Structure, Dividend Policy Terhadap Capital Structure. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 4(3), 1151–1160. <https://doi.org/10.24912/jpa.v4i3.19751>
- Ariilyn, E. J. (2020). The Effects of Profitability, Liquidity, Tangibility, Firm Size, and Asset Turnover on Capital Structure in Chemical Industry Listed on Indonesia Stock Exchange From 2014 to 2018. *Proceedings of the 8th International Conference on Entrepreneurship and Business Management (ICEBM 2019) UNTAR*, 145(20), 399–404. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200626.068>
- Baihaqi, M. A., & Muhfiatun, M. (2021). Analysis of Profitability, Assets Structure, Liquidity, and Sales Growth on Capital Structure. *Journal of Islamic Economic Scholar*, 2(2), 73–80. <https://doi.org/10.14421/jies.2021.2.2.73-84>
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588–612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Mar, J. A. (2008). *Fundamentals of Corporate Finance* (6th ed.). New York: Mc-Graw Hill.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan 2* (11th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Dasar-dasar manajemen keuangan* (11th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E. F., & Weston, J. F. (2005). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan 2* (Edisi 9). Jakarta: Erlangga.
- Das, S. C. (2018). Impact of Profitability on Capital Structure: An Analytical Study. *International Journal of Trend in Scientific Research and Development*, Volume-2(Issue-4), 1354–1360. <https://doi.org/10.31142/ijtsrd14265>
- Erwan, H. C., & Kartika, T. P. D. (2022). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Non-Debt Tax Shield, Operating Leverage, Cash Holding dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi AKUNESA*, 10(2), 1–11. <https://doi.org/10.26740/akunesa.v10n2.p1-11>
- García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136(4), 592–601. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariete Dengan Program IBM SPSS 23* (8th ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (9th ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Eka Tiara Febtiani & Yuyun Isbanah. Pengaruh profitabilitas, *operating leverage*, *sales growth*, struktur aset, CEO *female* dan CEO *tenure* terhadap struktur modal
- Giovanni, A., & Rasyid, R. (2021). Pengaruh Profitability, Liquidity, Sales Growth, Dan Asset Structure Terhadap Capital Structure. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 3(2), 658–670. <https://doi.org/10.24912/jpa.v3i2.11714>
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. S. (1991). The Seasons of a CEO's Tenure. *The Academy of Management Review*, 16(4), 719–732. <https://doi.org/10.2307/258978>
- Hamidah, H., Iswara, D., & Mardiyati, U. (2016). The Effect of Profitability, Liquidity, Sales Growth, Operating Leverage and Tangibility on Capital Structure (evidence from manufacture firm listed on Indonesia stock exchange in 2011- 2014). *JRMSI - Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 7(1), 96–116. <https://doi.org/10.21009/JRMSI.007.1.06>
- Hanafi, M. M. (2004). *Manajemen Keuangan* (1st ed.). Yogyakarta: BPFE - Yogyakarta.
- Hapsari, I. M., Amirah, Prasetyono, A., Murdiati, S., & Firmanda, A. M. (2023). The Effect of Profitability, Liquidity, Sales Growth and Assets Structure on the Capital Structure of Property and Real Estate Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange, 2018/2021. In *Advances in Economics, Business and Management Research: Vol. 22 (3)* (213–219). https://doi.org/10.2991/978-94-6463-068-8_18
- Harahap, S. S. (2010). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan* (1st ed.). Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Also published in Foundations of Organizational Strategy. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9781315191157-9/theory-firm-managerial-behavior-agency-costs-ownership-structure-michael-jensen-william-meckling>
- Kasmir. (2014). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Kasmir. (2018). *Manajemen Sumber Daya Manusia (Teori dan Praktik)*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2022). *Pembangunan Infrastruktur Jadi Salah Satu Fokus APBN 2023*. Kemenkeu.Go.Id. <https://www.kemenkeu.go.id/informasi-publik/publikasi/berita-utama/Fokus-APBN-2023>
- Khafid, M., Prihatni, R., & Safitri, I. E. (2020). The Effects of Managerial Ownership, Institutional Ownership, and Profitability on Capital Structure: Firm Size as the Moderating Variable. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 493-501. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p493>
- Kurniawan, M., Rahadjeng, E. R., & Irawati, S. (2021a). Effect of Profitability and Operating Leverage on Capital Structure in Property, Real Estate, and Building Construction Companies. *Jamanika (Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan)*, 1(4), 327–334. <https://doi.org/10.22219/jamanika.v1i4.19447>
- Limbong, D. T. S., & Chabachib, M. (2016). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening. *E-Journal UNDIP*, 5(4), 1–14. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/17880>
- Martín-Ugedo, J. F., Mínguez-Vera, A., & Palma-Martos, L. (2018). Female CEOs, Returns and Risk in Spanish Publishing Firms. *European Management Review*, 15(1), 111–120. <https://doi.org/10.1111/emre.12132>

- Meidiaswati, H., & Kusumawati, N. dwi. (2023). Indikator Makro Ekonomi dan Pengaruhnya pada Indeks Saham Sektor Infrastruktur Indonesia. *Journal of Infrastructure Policy and Management*, 6(1), 69–75. <https://jipm-online.com/index.php/JIPM/article/view/80>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-608. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ndaki, D. P., Beisland, L. A., & Mersland, R. (2018). Capital structure and CEO tenure in microfinance institutions. *Strategic Change*, 27(4), 329–337. <https://doi.org/10.1002/jsc.2205>
- Nguyen, A., Nguyen, T., & Hoang, P. (2022). The impact of corporate governance quality on capital structure choices: does national governance quality matter? *Cogent Economics and Finance*, 10(1), 1–26. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2073003>
- Nuswandari, C. (2013). Determinan Struktur Modal dalam Perspektif Pecking Order Theory dan Agency Theory. *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan*, 2(1), 92–102. <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe9/article/view/2110>
- Ogochukwu, I. (2020). CEO Characteristics and Capital Structure in Listed Sub-Saharan African Firms. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 8(6), 64–81. <https://doi.org/10.37745/ejaafr/vol8.no6.pp64-81.2020>
- Oktavina, M., & Manalu, S. (2018). Pecking Order and Trade-off Theory in Capital Structure Analysis of Family Firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 22(1), 73–82. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i1.1793>
- Pontoh, W., & Ilat, V. (2013). Determinant Capital Structure and Profitability Impact (Study of Listed Company in Indonesian Stock Exchange). In *Research Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org ISSN (Vol. 4, Issue 15), 43-49. Online. www.iiste.org
- Putra, K. S., & Mustafa, M. H. (2021). The Effect of Profitability, Company Size, Liquidity, and Assets Structure on Capital Structured in LQ45 Index Manufacturing Issuers in the Indonesia Stock Exchange in 2014-2019. *Dinasti International Journal*, 2(6), 977–991. <https://doi.org/10.31933/dijemss.v2i6>
- Ramadhan, R. M., & Sutrisno. (2022). The Effect of Profitability, Asset Structure, Business Risk, and Liquidity on Capital Structure in Health Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics, Business and Management Research*, 06(06), 207–220. <https://doi.org/10.51505/IJEBMR.2022.6615>
- Ria, R. (2023). Determinant Factors of Corporate Governance on Company Performance: Mediating Role of Capital Structure. *Sustainability*, 15(3), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su15032309>
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2021). *Essentials of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Sartono, A. R. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* (4th ed.). Yogyakarta: BPFE .

- Eka Tiara Febtiani & Yuyun Isbanah. Pengaruh profitabilitas, *operating leverage*, *sales growth*, struktur aset, CEO *female* dan CEO *tenure* terhadap struktur modal
- Septiawan, M. R., Ahmad, G. N., & Kurnianti, D. (2022). Pengaruh CEO Female, CEO Tenure, Profitability dan Business Risk terhadap Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2019. *Jurnal Bisnis, Manajemen, Dan Keuangan*, 3(1), 140–152. <https://doi.org/10.21009/jbmk.0301.11>
- Sugiono, A. (2009). *Manajemen Keuangan Untuk Praktisi Keuangan*. Bandung: Grasindo.
- Susanti, N., Rachmawati, V., & Harfudin, H. (2021). The effect of assets structure, sales growth, liquidity, and assets growth on capital structure (debt to equity ratio) in pt. Kereta api indonesia (persero) period 2016 – 2021. *International Journal of Artificial Intelligence Research*, 6(1), 327–335. <https://doi.org/10.29099/ijair.v6i1.327>
- Sutrisno. (2012). *Manajemen Keuangan Teori Konsep dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Syamsudin. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan*, (Edisi Baru). Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2016). Board composition and capital structure: evidence from Kenya. *Management Research Review*, 39(9), 1056–1079. <https://doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0019>
- Teodosio, J., Lisboa, I., & Oliveira, C. (2023). Board gender diversity and capital structure: Evidence from the Portuguese listed firms. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 16(2), 173–198. <https://doi.org/10.33094/ijaefa.v16i2.945>
- Vafeas, N. (2003). Length of Board Tenure and Outside Director Independence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(8), 1043–1064. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.05525>
- Yakubu, I. N., Alhassan, M. M., Mikhail, A. A., & Alhassan, A.-N. I. (2017). Commercial Banks Performance in Ghana: Does Capital Structure Matter? *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 7(1), 333–342. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v7i1.11306>
- Yakubu, I. N., & Oumarou, S. (2023). Boardroom dynamics: The power of board composition and gender diversity in shaping capital structure. *Cogent Business & Management*, 10(2), 1–19. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2236836>
- Yudiandari, C. I. D. (2018). Effect of Profitability, Operating Leverage, Firm Size, and Growth Sales on Capital Structure. *E-Jurnal Akuntansi*, 22(1), 408–437. <https://doi.org/10.24843/EJA.2018.v22.i01.p16>