



SKRIPSI

**PENGARUH LIKUIDITAS SAHAM, SUKSESI CEO, DAN
MANAGERIAL OVERCONFIDENCE TERHADAP KEPUTUSAN
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN KELUARGA**

ROBICA WILDAN NURISNAINI

NRP. 0911 1640 000 032

DOSEN PEMBIMBING:

AANG KUNAIFI, S.E., MSA. Ak.

DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS

FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL

INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER

SURABAYA

2020



SKRIPSI

**PENGARUH LIKUIDITAS SAHAM, SUKSESI CEO, DAN
MANAGERIAL OVERCONFIDENCE TERHADAP KEPUTUSAN
STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN KELUARGA**

ROBICA WILDAN NURISNAINI

NRP. 0911 1640 000 032

DOSEN PEMBIMBING:

AANG KUNAIFI, S.E., MSA. Ak

DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS

FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL

INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER

SURABAYA

2020

(Halaman ini sengaja dikosongkan)



UNDERGRADUATE THESIS

***THE EFFECT OF STOCK LIQUIDITY, CEO SUCCESSION, AND
MANAGERIAL OVERCONFIDENCE ON CAPITAL STRUCTURE
DECISION IN FAMILY BUSINESS***

ROBICA WILDAN NURISNAINI

NRP. 0911 1640 000 032

SUPERVISOR:

AANG KUNAIFI, S.E., MSA. Ak

DEPARTMENT OF BUSINESS MANAGEMENT

FACULTY OF CREATIVE DESIGN AND DIGITAL BUSINESS

INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER

SURABAYA

2020

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

LEMBAR PENGESAHAN

PENGARUH LIKUIDITAS SAHAM, SUKSESI CEO, DAN *MANAGERIAL OVERCONFIDENCE* TERHADAP KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN KELUARGA

Oleh:

Robica Wildan Nurisnaini
NRP. 0911 1640 000 032

**Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh
Gelar Sarjana Manajemen**

Pada

**Program Studi Manajemen Bisnis
Departemen Manajemen Bisnis
Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital
Institut Teknologi Sepuluh Nopember**

Tanggal Ujian: 21 Januari 2020

**Disetujui oleh:
Dosen Pembimbing Skripsi**

Pembimbing



Aang Kunaifi, S.E., MSA., Ak.
NIP. 198707102015041003

Seluruh tulisan yang tercantum pada Skripsi ini merupakan hasil karya penulis sendiri, dimana isi dan konten sepenuhnya menjadi tanggung jawab penulis. Penulis bersedia menanggung segala tuntutan dan konsekuensi jika di kemudian hari terdapat pihak yang merasa dirugikan, baik secara pribadi maupun hukum.

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh isi Skripsi ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh isi Skripsi dalam bentuk apapun tanpa izin penulis.

PENGARUH LIKUIDITAS SAHAM, SUKSESI CEO, DAN *MANAGERIAL OVERCONFIDENCE* TERHADAP KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN KELUARGA DI INDONESIA

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh likuiditas saham, suksesi CEO, dan *managerial overconfidence* terhadap keputusan struktur modal. *Book leverage* dan *market leverage* digunakan sebagai alat ukur bagi keputusan struktur modal. Likuiditas saham diukur dengan menggunakan rasio *turnover* perdagangan saham, suksesi CEO diukur dengan menggunakan variabel *dummy* untuk suksesor internal, dan *managerial overconfidence* diukur dengan menggunakan beberapa proksi, seperti jenis kelamin CEO, pengalaman CEO, tingkat pendidikan CEO, kinerja CEO sebelumnya, dan usia CEO. Variabel ukuran perusahaan, profitabilitas, tangibilitas, dan peluang pertumbuhan berperan sebagai variabel kontrol. 113 perusahaan keluarga yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2018 digunakan sebagai sampel penelitian dengan kriteria tertentu. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian adalah regresi data panel model efek tetap dengan estimator *Panel Corrected Standard Error* (PCSE). Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas saham tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan struktur modal, serta suksesi CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. *Managerial overconfidence* yang diukur dengan karakteristik jenis kelamin CEO memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal, kinerja CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal, serta pengalaman CEO, tingkat pendidikan CEO dan usia CEO tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan keluarga. Sehingga, dengan mempertimbangkan hasil tersebut, perusahaan keluarga dapat meningkatkan pendanaan utang dan pendanaan internal untuk menghindari adanya pelemahan kontrol pada perusahaan.

Kata kunci: keputusan struktur modal, likuiditas saham, *managerial overconfidence*, suksesi CEO

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

THE EFFECT OF STOCK LIQUIDITY, CEO SUCCESSION, AND MANAGERIAL OVERCONFIDENCE ON CAPITAL STRUCTURE DECISION IN FAMILY FIRMS

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of stock liquidity, CEO succession, and managerial overconfidence on capital structure decisions. Book leverage and market leverage are used as a measurement tool for capital structure decisions. Stock liquidity is measured using stock trading turnover ratios, CEO succession is measured using dummy variables for internal successors, and managerial overconfidence is measured by using several proxies, such as CEO gender, CEO experience, CEO education level, CEO performance, and CEO age. Firm size, profitability, tangibility, and growth opportunities are used as control variable. 113 listed family firms on the Indonesia Stock Exchange in 2009-2018 were used as research samples with certain criteria. The analytical method used in this study is panel regression of fixed effect model data with the Panel Corrected Standard Error (PCSE) estimator. The results showed that stock liquidity had no significant effect on capital structure decisions, and CEO succession had a negative and significant effect on capital structure decisions. Managerial overconfidence measured by the characteristics of the CEO's gender has a positive and significant influence on capital structure decisions, CEO performance has a negative and significant effect on capital structure decisions, and the CEO's experience, CEO's education level and CEO age do not significantly influence the capital structure decisions of the family firm. So, by considering these results, the family firms can increase debt funding and internal funding to avoid weakening control on the firm.

Keyword: *capital structure decision. CEO succession, managerial overconfidence, stock liquidity*

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis haturkan kepada hadirat Tuhan Yang Maha Esa, atas berkah dan rahmat-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh Likuiditas Saham, Suksesi CEO, dan *Managerial Overconfidence* Terhadap Keputusan Struktur Modal Perusahaan Keluarga” ini dengan baik dan sesuai dengan prosedur yang ada.

Laporan skripsi ini disusun dengan tujuan untuk menyelesaikan studi Strata-1 dan memperoleh gelar Sarjana Manajemen pada Departemen Manajemen Bisnis, Fakultas Bisnis dan Manajemen Teknologi, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya.

Dalam proses penyusunan skripsi ini, banyak mendapat bantuan serta masukan dari berbagai pihak. Untuk itu kali ini penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Orang tua, kakak, dan keluarga besar penulis yang selalu mendoakan, memberikan nasihat, dan terus memberikan dukungan kepada penulis, serta menjadi motivasi kuat bagi penulis untuk semangat dalam pengerjaan skripsi dan menjalani perkuliahan selama di Manajemen Bisnis ITS.
2. Bapak Imam Baihaqi, S.T., M.Sc., PhD selaku Dekan fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital ITS.
3. Ibu Dr. oec HSG. Syarifah Hanoum, S.T., M.T., CSEP selaku Kepala Departemen Manajemen Bisnis ITS.
4. Bapak Berto Mulia Wibawa, S.Pi., MM selaku Sekretaris Departemen Manajemen Bisnis ITS.
5. Bapak Aang Kunaifi, S.E., MSA., Ak. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan banyak ilmu dan dukungan kepada penulis selama mengerjakan skripsi.
6. Ibu Geodita Woro Bramanti, S.T., M.Eng. Sc. selaku dosen ko-pembimbing yang telah memberikan banyak ilmu dan dukungan kepada penulis selama mengerjakan skripsi.
7. Bapak dan Ibu dosen pengajar Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah memberikan banyak ilmu dan pengalaman sehingga memotivasi penulis dalam menjalani masa-masa perkuliahan.

8. Staf dan karyawan Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah berjasa dalam membantu penulis selama masa perkuliahan.
9. Sahabat-sahabat penulis semasa perkuliahan, Sitti Hafifatunnisa dan Intan Agustina yang telah menemani penulis dari awal perkuliahan hingga saat ini, serta menjadi *emotional support* selama pengerjaan skripsi.
10. Teman dekat sekaligus pembimbing setia penulis dalam pengerjaan tugas kuliah, terutama pengerjaan skripsi, Maydawati Fidellia yang selalu mendengarkan keluh kesah, bersedia mengajari dan membimbing ketika penulis menemui kesusahan, serta memberikan motivasi dan semangat yang berlebih terhadap penulis.
11. Teman dekat penulis, Ni Putu Cista, Ribka Anintha, Nariman Aulia, Willy Aryanto, dan Ria Cintya yang selalu mendengarkan keluh kesah penulis, membantu saat mengalami kesulitan, dan memberikan motivasi serta semangat dalam penyelesaian skripsi.
12. Teman-teman seperbimbingan (Maydawati Fidellia, Aditya Agung, Byz Risyad, Angga Wibisana, Ulul Faizati, Fadila Isnaini dan Bunga Radya) yang telah memotivasi dan berprogres bersama selama pengerjaan skripsi.
13. Teman-teman SRD BMSA dan UMBRA yang telah memberikan semangat dan dukungan selama pengerjaan skripsi.
14. Pihak lain yang telah mendukung terciptanya skripsi yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Penulis sangat terbuka terhadap saran dan kritik apabila terdapat ketidaksempurnaan dalam skripsi ini. Semoga hasil skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak, baik bagi perusahaan maupun pengembangan keilmuan manajemen kedepannya.

Surabaya, Januari 2020

Penulis

DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN	i
ABSTRAK	iii
ABSTRACT	v
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR TABEL.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	7
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Kontribusi Penelitian.....	7
1.4.1 Kontribusi Teori	7
1.4.2 Kontribusi Praktik.....	7
1.4.3 Kontribusi Kebijakan.....	8
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	9
2.1 Perusahaan Keluarga.....	9
2.2 Teori <i>Trade-off</i>	10
2.3 Teori <i>Pecking Order</i>	10
2.4 Teori <i>Upper Echelon</i>	11
2.5 Struktur Modal dan <i>Leverage</i>	12
2.6 Likuiditas Saham.....	12
2.7 <i>Managerial Overconfidence</i>	13
2.8 Suksesi CEO	13
2.9 <i>Research Gap</i>	14
2.10 Pengembangan Hipotesis	15
2.10.1 Likuiditas Saham dan Keputusan Struktur Modal	15
2.10.2 Suksesi CEO dan Keputusan Struktur Modal	16
2.10.3 <i>Managerial Overconfidence</i> dan Keputusan Struktur Modal	17
2.11 Penelitian Terdahulu	19

BAB III METODE PENELITIAN.....	23
3.1 Jenis dan Sumber Data	23
3.2 Populasi dan Desain Sampling	23
3.3 Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel	24
3.4 Model Penelitian.....	26
3.5 Metode Analisis Data	27
3.5.1 Analisis Deskriptif	27
3.5.2 Pengujian Model	27
3.5.3 Uji Asumsi Klasik.....	28
3.5.4 Analisis Regresi Data Panel.....	29
3.5.5 Pengujian Hipotesis.....	31
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	33
4.1 Analisis Deskriptif.....	33
4.1.1 Analisis Deskriptif Data Parametrik	33
4.1.2 Analisis Deskriptif Data Non Parametrik	36
4.2 Uji Model.....	38
4.3 Uji Asumsi Klasik	40
4.4 Pengujian Hipotesis	41
4.4.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	43
4.4.2 Uji Simultan	43
4.4.3 Uji Parsial (<i>t-test</i>).....	43
4.5 Pembahasan	48
4.5.1 Pengaruh Likuiditas Saham terhadap Keputusan Struktur Modal	48
4.5.2 Pengaruh Suksesi CEO terhadap Keputusan Struktur Modal.....	49
4.5.3 Pengaruh <i>Managerial Overconfidence</i> terhadap Keputusan Struktur Modal	51
4.6 Variabel Kontrol.....	58
4.7 Implikasi Manajerial.....	58
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	61
5.1 Kesimpulan.....	61
5.2 Keterbatasan Penelitian	61
5.3 Saran	62

5.3.1 Saran bagi Penelitian Selanjutnya	62
5.3.2 Saran bagi Regulator	62
DAFTAR PUSTAKA	63
LAMPIRAN.....	71

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Teori Upper Echelon	11
Gambar 3.1 Model Penelitian	26

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Ringkasan Penelitian Terdahulu	21
Tabel 3.1 Sampel dalam Penelitian	24
Tabel 3.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Operasional.....	25
Tabel 3.3 Keterangan Variabel Operasional	30
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel Data Parametrik	33
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Variabel Data Non Parametrik.....	36
Tabel 4.3 Hasil Pengujian Model.....	38
Tabel 4.4 Hasil Uji Multikolinearitas.....	40
Tabel 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas	41
Tabel 4.6 Hasil Uji Autokorelasi	41
Tabel 4.7 Hasil Regresi Data Panel.....	42
Tabel 4.8 Pengaruh Variabel dalam Penelitian	47
Tabel 4.9 Implikasi Manajerial Hasil Penelitian.....	60

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Sampel Data Perusahaan Keluarga.....	71
Lampiran 2 Data Penelitian.....	74
Lampiran 3 Hasil Uji Model BLEV (Uji Chow)	75
Lampiran 4 Hasil Uji Model MLEV (Uji Chow).....	76
Lampiran 5 Hasil Uji Model BLEV (Uji Hausman).....	77
Lampiran 6 Hasil Uji Model MLEV (Uji Hausman).....	78
Lampiran 7 Hasil Uji Multikolinearitas	79
Lampiran 8 Hasil Uji Heteroskedastisitas BLEV	80
Lampiran 9 Hasil Uji Heteroskedastisitas MLEV	80
Lampiran 10 Hasil Uji Autokorelasi	80
Lampiran 11 Hasil Regresi Data Panel BLEV (Fixed Effect Model).....	81
Lampiran 12 Hasil Regresi Data Panel MLEV (Fixed Effect Model).....	82
Lampiran 13 Hasil Regresi Data Panel BLEV (Random Effect Model)	83
Lampiran 14 Hasil Regresi Data Panel MLEV (Random Effect Model)	84
Lampiran 15 Hasil Regresi Data Panel BLEV (Estimator PCSE).....	85
Lampiran 16 Hasil Regresi Data Panel MLEV (Estimator PCSE).....	86

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB I

PENDAHULUAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, kontribusi penelitian baik berupa kontribusi teori, praktik, maupun kebijakan.

1.1 Latar Belakang

Bisnis keluarga merupakan perusahaan yang dimiliki, dikelola, dan dikendalikan oleh anggota keluarga pendirinya (Susanto, 2005). Keberadaan perusahaan keluarga memiliki peranan dalam mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara. Lebih dari 90 persen dari perusahaan-perusahaan di dunia merupakan perusahaan dengan kepemilikan keluarga dan berkontribusi dalam Produk Domestik Bruto (PDB) negara Amerika Serikat sebesar 64%, serta juga diperkirakan berkontribusi dalam PDB negara lain sebesar 75% (Poza, 2007). Di negara-negara berkembang, perusahaan keluarga memiliki pengaruh yang besar terhadap proporsi sumbangan dalam Produk Domestik Bruto (Lubatkin et al., 2007). Perusahaan keluarga di berbagai negara Asia juga berperan sebagai pilar penting dalam pertumbuhan perekonomian regional, seperti dalam penelitian yang dilakukan oleh Claessens et al (2000) dalam Shyu (2013) yang menyatakan lebih dari 50% perusahaan terbuka di Asia Timur merupakan perusahaan keluarga dengan rata-rata kepemilikan sebesar 10%.

Mayoritas perusahaan yang telah terdaftar dalam bursa efek masih didominasi oleh perusahaan keluarga dan anggota keluarga yang terlibat dalam manajerial perusahaan. Price Waterhouse Cooper (PwC) melakukan survei dan menemukan bahwa 60% perusahaan di Asia Tenggara merupakan perusahaan keluarga. Hasil survei juga menunjukkan bahwa di Indonesia didominasi sebesar 95% oleh bisnis keluarga yang berkontribusi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) sebesar 25% (Price Waterhouse Cooper, 2014), hal tersebut dilihat dari 40.000 orang terkaya di Indonesia yang sebagian besar memiliki bisnis keluarga. Pada tahun 2016, perusahaan keluarga mencatatkan pencapaian pertumbuhan perusahaan sebesar 42% (Price Waterhouse Cooper, 2016). Survei oleh Badan Pusat Statistik pada tahun 2016 melalui Survei Ekonomi Nasional (Susenas) menyatakan bahwa di

Indonesia sebanyak 91% perusahaan merupakan perusahaan dengan kepemilikan keluarga dan menyebutkan bahwa 55% Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia merupakan kontribusi perusahaan keluarga (Wahjono et al., 2018). Survei diperbarui oleh Price Waterhouse Cooper (PwC) ditahun 2018 dengan objek berupa 2.953 responden di 53 negara termasuk diantaranya berasal dari negara Indonesia. Laporan survei menyatakan bahwa 65% perusahaan menunjukkan adanya kenaikan pertumbuhan, bahkan beberapa perusahaan mencatatkan kenaikan sebesar dua digit (Price Waterhouse Cooper, 2018).

Data-data dari hasil survei yang telah disebutkan diatas menunjukkan bahwa perusahaan keluarga memiliki tingkat pertumbuhan yang baik. Namun, perusahaan keluarga tentunya memiliki tantangan untuk terus bertahan dalam persaingan bisnis yang ada, salah satunya adalah mengenai ketersediaan dana dan sumber pendanaan tersebut (Price Waterhouse Cooper, 2014). Jika dibandingkan dengan perusahaan milik negara yang mendapat suntikan dana dari pihak pemerintah, perusahaan keluarga harus bergantung dengan kemampuan keuangan internal keluarga atau pinjaman utang. Permasalahan ketersediaan dana dalam perusahaan keluarga menarik untuk dipelajari karena hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam bertumbuh dan perannya dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi negara (Fan et al., 2011). Selain itu, perilaku dalam penentuan keputusan pendanaan antara perusahaan keluarga dan perusahaan nonkeluarga memiliki perbedaan yang signifikan, Perusahaan keluarga lebih memilih untuk melakukan pinjaman dana pada bank untuk mendanai aktivitas perusahaan dibandingkan menerbitkan saham atau ekuitas (Fan et al., 2011). Pernyataan tersebut juga didukung oleh survei yang dilakukan Price Waterhouse Cooper (2018) bahwa mayoritas perusahaan keluarga di Indonesia menggunakan pendanaan utang yang berasal dari pinjaman bank sebesar 78%, kemudian disusul dengan penggunaan internal sebesar 72%, dan pilihan terakhir adalah pendanaan ekuitas sebesar 19%.

Salah satu perusahaan keluarga di Indonesia, perusahaan jamu tradisional terkemuka PT Perindustrian Njonja Meneer (Nyonya Meneer) mengalami kebangkrutan yang disebabkan oleh penumpukan beban utang dan menjadikan Pengadilan Negeri (PN) Semarang pada bulan Agustus 2017 mengetuk palu sebagai tanda pernyataan bahwa perusahaan jamu tradisional yang telah berdiri sejak tahun

1919 (Nyonya Meneer) mengalami pailit atau kebangkrutan sesuai dengan Keputusan Direktori Mahkamah Agung Republik Indonesia Nomor 11/Pdt.Sus-Pailit/2017/PN Niaga Smg. Penumpukan beban utang sebesar ratusan milyar rupiah mengindikasikan adanya pengelolaan sumber dana yang buruk dari pihak manajemen perusahaan (Ningrum, 2018). Perusahaan keluarga di Indonesia mayoritas masih menggunakan pendanaan utang bank sebagai pilihan utama dalam mendanai aktivitas bisnis perusahaan.

Keputusan penggunaan utang dan ekuitas untuk mencapai keseimbangan penggunaan dana masih menjadi isu yang sering dibicarakan dalam literatur keuangan (Ampenberger et al., 2013) Struktur modal adalah hal-hal yang memiliki kaitan dengan pendanaan yang berasal dari keuntungan perusahaan, utang, dan ekuitas untuk pembiayaan aktivitas perusahaan (Sartono, 2012). Gabungan antara utang dan ekuitas yang dimanfaatkan untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan juga disebut struktur modal (Azhagaiah dan Gavoury, 2011). Keputusan struktur modal memiliki pengaruh terhadap risiko dan besarnya pengembalian yang diterima oleh pemegang saham atas keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan. Tidak hanya itu, risiko keuangan seperti ketidakmampuan perusahaan dalam pemenuhan kewajiban (utang) akan menurun jika perusahaan dapat mengelola struktur modal dengan tepat dan optimal. Sehingga, proporsi antara utang dan ekuitas yang seimbang dapat memengaruhi kinerja perusahaan yang secara berkesinambungan akan berdampak pula terhadap nilai perusahaan di mata pasar (Brigham dan Houston, 2011; Titman dan Wessels, 1988).

Sudana (2011) menyatakan manajer perusahaan harus menentukan dengan tepat struktur modal yang digunakan, agar tercapai keseimbangan antara utang dan ekuitas dan tidak menimbulkan dampak yang buruk bagi keberlangsungan bisnis perusahaan. Oleh karena itu, keputusan struktur modal menjadi tantangan tersendiri bagi pihak eksekutif perusahaan, karena keputusan tersebut berkaitan dengan sumber dana yang digunakan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan (Raharjaputra, 2009). Dalam menentukan proporsi struktur modal, perusahaan dihadapkan dengan penggunaan seberapa banyak utang yang digunakan atau dikenal dengan istilah *leverage* (Fakhrudin, 2008). Perusahaan yang memilih menggunakan lebih banyak utang, memiliki tingkat *leverage* yang tinggi.

Sedangkan, perusahaan yang memilih menerbitkan lebih banyak saham, akan memiliki tingkat *leverage* yang rendah.

Keuntungan yang didapatkan perusahaan ketika menggunakan pinjaman utang adalah mengenai hal yang berkaitan dengan penghematan pajak atas laba usaha (Myers, 2001). Perusahaan yang melakukan pinjaman utang juga dipercaya oleh pasar memiliki kemampuan dan prospek yang baik. Namun, jumlah utang yang terlalu banyak juga dapat membawa dampak negatif bagi perusahaan, yaitu dapat mendatangkan kehancuran (kebangkrutan). Seperti kasus yang terjadi pada perusahaan Nyonya Meneer bahwa perusahaan mengalami pailit karena adanya penumpukan beban utang dan perusahaan tidak memiliki sumber dana lainnya untuk memenuhi kewajibannya (Nurdin, 2017). Ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, selain kelalaian yang dilakukan oleh pihak manajemen, faktor lainnya adalah faktor likuiditas (Dang et al., 2019). Likuiditas merupakan indikator yang penting untuk mengukur kualitas pasar saham (Atawnah et al., 2018). Direktur utama Bursa Efek Indonesia (BEI), Inarno Djajadi dalam konferensi pers di Jakarta tahun 2018, menyatakan bahwa BEI mencatat rata-rata nilai transaksi harian pada tahun 2018 naik sebesar 11% dibandingkan tahun sebelumnya, serta aktivitas perdagangan di BEI juga mengalami peningkatan yang tercermin dengan rata-rata frekuensi perdagangan yang tumbuh 24% menjadi 387ribu perhari dan rata-rata volume transaksi harian juga mengalami kenaikan hingga 10,56 milyar saham (IndoPremier, 2018). Perusahaan selalu dihadapkan dengan pilihan antara biaya ekuitas (penerbitan saham dan dividen) atau biaya utang yang dapat menjadi pengurang pajak perusahaan (Hovakimian et al., 2001). Perusahaan dengan tingkat likuiditas saham yang rendah, memiliki biaya penerbitan saham yang tinggi (Hennessy dan Whited, 2005). ElBannan (2017) menyatakan bahwa likuiditas saham memiliki pengaruh terhadap keputusan struktur modal dengan objek perusahaan di negara Mesir yang pasar sahamnya termasuk pasar saham negara berkembang. Penelitian mengenai likuiditas saham sebagai determinan struktur modal telah sering dilakukan dengan menggunakan negara maju sebagai objek penelitiannya, seperti Amerika Serikat yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan ekuitas yang likuid cenderung menerbitkan ekuitas di bandingkan dengan

melakukan pinjaman utang kepada bank atau instansi keuangan (Dang et al., 2019). Para peneliti likuiditas saham sebelumnya menyimpulkan bahwa keputusan struktur modal perusahaan kemungkinan besar dipengaruhi oleh likuiditas (Lipson & Mortal, 2009).

Sebelum mengalami pailit pada tahun 2017, bisnis keluarga Nyonya Meneer telah menghadapi konflik internal yang berkepanjangan, konflik yang dimaksud adalah peralihan dari generasi kedua ke generasi ketiga yang menyebabkan perselisihan antara anggota keluarga. Gersick et al., (1997) mengemukakan bahwa perusahaan keluarga yang bertahan hingga generasi kedua sebesar kurang dari 30% dan perusahaan yang dapat bertahan hingga generasi ketiga hanya sebesar 15%. Penelitian Hall dan Nordqvist (2008) dalam Remiasa dan Wijaya (2017) juga menyatakan bahwa di Amerika Serikat, perusahaan keluarga yang mampu melanjutkan generasi pertama ke generasi kedua adalah 30%, kemudian ke generasi selanjutnya (generasi ketiga) sebesar 12%, serta ke generasi keluarga keempat adalah sebesar 4% perusahaan keluarga yang dapat bertahan. Oleh karena itu, peralihan kekuasaan dari generasi ke generasi selanjutnya merupakan tantangan tersendiri bagi perusahaan keluarga. Proses suksesi menjadi sangat susah dikarenakan proses tersebut sering melibatkan emosi yang berpotensi menimbulkan konflik (Sharma et al., 2001). Dibawah pengaruh keluarga, pemimpin cenderung untuk memastikan kekuatan kontrol perusahaan tetap dipegang oleh anggota keluarga. Hal ini berpotensi untuk memperkerjakan CEO yang tidak memenuhi syarat, yang dimana hal itu dapat memengaruhi kemampuan perusahaan untuk berinvestasi (Pérez-González, 2006). Suksesi merupakan keseluruhan proses untuk mempersiapkan pengalihan kekuasaan dan kontrol dari generasi ke generasi dalam perusahaan keluarga (Aronoff et al., 2003). Pergantian kepemimpinan perusahaan dapat mengakibatkan perbedaan preferensi dalam menentukan keputusan yang diambil perusahaan, termasuk keputusan struktur modal yang akan digunakan oleh perusahaan. Sehingga pergantian pemimpin merupakan isu yang penting dalam perusahaan keluarga dan dapat memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan.

Seorang pemimpin perusahaan memainkan peran penting dalam pengambilan keputusan strategis serta alokasi sumber daya, sehingga segala keputusan, baik yang berhubungan dengan keuangan, strategi pemasaran, dan aktivitas operasional

perusahaan akan dilakukan oleh seorang direktur utama (Zein, 2016). Teori *upper echelon* yang diutarakan oleh Hambrick dan Mason (1984) menjelaskan bahwa pemimpin dipengaruhi oleh kemampuan kognitif (pengetahuan), keyakinan, dan karakter individu masing-masing. Dalam teori keuangan tradisional juga disebutkan bahwa setiap manusia akan berpikir rasional dalam mengambil keputusan, namun psikolog berpendapat bahwa manusia tidak sepenuhnya bersifat rasional (Ting et al., 2016). Ketika mereka dalam fase irasional, mereka cenderung melebihkan atau meremehkan hal-hal yang berkaitan dengan pengambilan keputusan. Melebih-lebihkan suatu hal berkaitan erat dengan perilaku seseorang erat kaitannya dengan sifat terlalu percaya diri (*overconfidence*) (Wei et al., 2011). Survei yang dilakukan oleh Price Waterhouse Cooper terhadap CEO global mulai tahun 2017 hingga tahun 2019 menunjukkan terdapat penurunan kepercayaan diri terhadap pertumbuhan pendapatan perusahaan. Pada tahun 2017, 51% CEO global sangat percaya diri dengan pertumbuhan pendapatan, namun di tahun 2019 mengalami penurunan drastis dan tersisa 36% CEO yang memiliki rasa kepercayaan diri tinggi (Price Waterhouse Cooper, 2019). Malmendier & Tate (2005) menyatakan bahwa manajer yang terlalu percaya diri terlalu menekankan kemampuan mereka untuk mendapatkan kesuksesan di masa yang akan datang melalui kepemimpinan mereka yang biasanya melebih-lebihkan nilai perusahaan. Manajer yang terlalu percaya diri menilai lebih kemampuan diri sendiri untuk memengaruhi kemungkinan sukses proyek dan keputusan pendanaan perusahaan (Brick et al., 2006). Nofsinger (2005) menyatakan bahwa sifat terlalu percaya diri mengarahkan manajer perusahaan untuk melakukan investasi, menggunakan lebih banyak utang, dan melakukan lebih banyak kegiatan akuisisi. Penelitian lain yang membahas mengenai hubungan karakteristik pribadi pemimpin atau direktur perusahaan dalam membuat keputusan tentang struktur modal, yaitu secara teoritis manajer yang sangat optimis dan memiliki sifat terlalu percaya diri lebih menyukai utang dan akan menerbitkan utang lebih sering (Hackbarth, 2008).

Dari latar belakang yang disebutkan, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh likuiditas saham, suksesi CEO, dan *managerial overconfidence* terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Objek penelitian yang dipilih merupakan perusahaan keluarga dengan rentang tahun 2009-2018.

Tahun tersebut dipilih lantaran setelah adanya krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia tahun 2008, perusahaan keluarga menunjukkan eksistensinya sebagai penopang dan modal ekonomi dalam masa pemulihan *pasca* krisis ekonomi 2008 (Simanjuntak, 2011).

1.2 Rumusan Masalah

Permasalahan yang dibahas dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh likuiditas saham, suksesi CEO, dan *managerial overconfidence* terhadap keputusan struktur modal.

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disebutkan, penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk:

1. Mengetahui pengaruh likuiditas saham terhadap keputusan struktur modal.
2. Mengetahui pengaruh suksesi CEO terhadap keputusan struktur modal.
3. Mengetahui pengaruh *managerial overconfidence* terhadap keputusan struktur modal.

1.4 Kontribusi Penelitian

Kontribusi dari dilakukannya penelitian ini meliputi kontribusi teori dan kontribusi praktik.

1.4.1 Kontribusi Teori

Kontribusi teori atas penelitian ini adalah menguji hipotesis adanya hubungan likuiditas saham, suksesi CEO, dan *managerial overconfidence* dengan keputusan struktur modal. Serta penelitian ini dapat digunakan untuk memperluas penelitian yang berkaitan dengan perilaku keuangan perusahaan.

1.4.2 Kontribusi Praktik

Kontribusi praktik penelitian ini untuk perusahaan yang berkaitan adalah sebagai berikut:

1. Menjadi pengetahuan untuk pihak manajer mengenai adanya likuiditas saham agar dapat lebih meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, baik di pasar maupun dihadapan pemegang saham.
2. Menambah pengetahuan pihak perusahaan terkait adanya suksesi kepemimpinan dan perilaku *managerial overconfidence* yang dapat

memengaruhi keputusan struktur modal dan dampaknya terhadap kinerja keuangan perusahaan

1.4.3 Kontribusi Kebijakan

Kontribusi kebijakan penelitian berkaitan dengan regulator adalah menjadi pertimbangan dalam pembuatan kebijakan terhadap perusahaan dengan melihat faktor likuiditas saham, adanya suksesi kepemimpinan, dan tingkat kepercayaan diri yang dilihat dari karakter pemimpin.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

Bab ini menjelaskan mengenai teori dan studi literatur yang digunakan penulis sebagai landasan dan acuan dalam penelitian ini. Bab ini juga menjelaskan penelitian terdahulu yang pernah dilakukan untuk mengetahui perbedaan penelitian dengan penelitian terdahulu.

2.1 Perusahaan Keluarga

Perusahaan keluarga merupakan perusahaan yang dimiliki, dikontrol, dan dijalankan oleh anggota keluarga (Abouzaid, 2008). Perusahaan keluarga diatur dalam struktur bisnis yang formal, namun dalam nuansa kekeluargaan. Penelitian Andres (2008) mengdefinisikan bisnis keluarga sebagai suatu perusahaan yang dimiliki oleh keluarga dengan kepemilikan saham minimal sebesar 25% atau jika kepemilikan saham kurang dari 25%, setidaknya terdapat anggota keluarga yang menduduki jabatan dewan direksi atau dewan komisaris perusahaan. Perusahaan dikatakan sebagai perusahaan keluarga ketika suatu perusahaan memiliki minimal kepemilikan keluarga sebesar 25% sesuai dengan keputusan direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-305/BEJ/07-2004.

Berdasarkan beberapa definisi diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan keluarga adalah perusahaan yang dimiliki atau dikelola oleh suatu keluarga pendiri dengan terdapat anggota keluarga yang menduduki jabatan sebagai dewan direksi atau dewan komisaris perusahaan, atau dengan saham minimal 25% yang dimiliki oleh suatu keluarga serta dengan memiliki strategi yang dipengaruhi oleh kepentingan hubungan keluarga. Susanto et al. (2007) mengkategorikan perusahaan keluarga terbagi menjadi dua tipe, yaitu:

1. *Family Owned Enterprise (FOE)*, dimana perusahaan dimiliki oleh keluarga, namun dikelola oleh profesional yang tidak memiliki hubungan kekeluargaan dengan pendiri.
2. *Family Business Enterprise (FBE)*, dimana perusahaan dimiliki dan dikelola oleh keluarga pendiri, yang juga dicirikan dengan posisi utama perusahaan dipegang oleh anggota keluarga.

2.2 Teori *Trade-off*

Teori *trade-off* menganut pola keseimbangan antara keuntungan penggunaan pendanaan utang berupa pengurangan pajak perusahaan dengan biaya kebangkrutan. Oleh karena itu, struktur modal yang optimal akan ditentukan dengan menukarkan biaya utang dengan biaya ekuitas (Hovakimian et al., 2001). Teori *trade-off* dalam struktur modal merupakan gagasan dimana perusahaan memilih seberapa banyak pembiayaan utang dan seberapa banyak pembiayaan ekuitas yang dimanfaatkan untuk menyeimbangkan biaya dan manfaat bagi perusahaan (Modigliani dan Miller, 1963). Pada hakikatnya, teori *trade-off* menyatakan keseimbangan antara keuntungan dan pengorbanan yang diakibatkan oleh pendanaan utang. Perusahaan dapat menambah proporsi utang sampai batas tertentu ketika dirasa manfaat yang didapatkan perusahaan lebih besar dibandingkan dengan pengorbanan yang dikeluarkan (Modigliani dan Miller, 1963).

Teori ini juga menjelaskan apabila perusahaan ingin meningkatkan nilai perusahaan melalui ekuitas, maka pembiayaan investasi dapat didanai dengan menggunakan pendanaan utang, sehingga perusahaan mendapatkan keuntungan terkait pengurangan pajak dan mempertahankan jumlah saham yang beredar di pasar modal (Grossman & Hart, 1986). Sebaliknya, jika perusahaan tidak mampu mengelola investasinya dengan baik dan berujung ketidakmampuan dalam membayar bunga pinjaman, maka perusahaan dikatakan berada dalam posisi kebangkrutan.

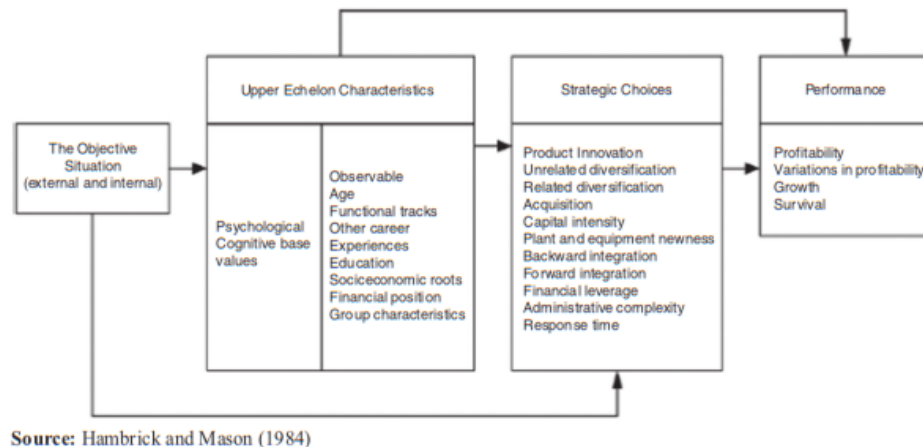
2.3 Teori *Pecking Order*

Teori yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) bahwa dengan terdapat dua jenis sumber pendanaan, yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal, manajer memiliki prioritas untuk menentukan sumber pendanaan yang akan digunakan. Berdasarkan teori *pecking order*, sumber pendanaan utama yang digunakan perusahaan adalah pendanaan internal yang berasal dari keuntungan bersih yang tidak dibagikan kepada pemegang saham (laba ditahan). Laba ditahan diinvestasikan kembali oleh perusahaan untuk mendanai proyek-proyek yang menguntungkan perusahaan. Namun apabila dana dari internal perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan dapat menggunakan dana eksternal, yaitu dengan menerbitkan utang atau ekuitas (Myers dan Majluf, 1984).

Teori ini juga dikenal dengan urutan pendanaan yang didasarkan pada tingkat risiko. Hal ini memiliki artian bahwa perusahaan menggunakan pendanaan yang memiliki risiko rendah terlebih dahulu dibandingkan pendanaan yang memiliki risiko tinggi. Dalam usaha peningkatan modal, perusahaan memilih sumber pendanaan internal dengan menginvestasikan kembali laba bersih perusahaan. Apabila dirasa perlu adanya tambahan modal, maka perusahaan akan melakukan pinjaman (utang), lalu pilihan selanjutnya adalah penerbitan saham preferen, dan pilihan terakhir berupa penerbitan saham biasa (Brigham dan Ehrhardt., 2011).

2.4 Teori *Upper Echelon*

Hambrick dan Mason (1984) mengembangkan sebuah teori mengenai perilaku seseorang yang dapat memengaruhi keputusan strategi sebuah perusahaan. Mereka mengemukakan bahwa organisasi sebagai cerminan dari manajemen puncak dan keputusan strategi yang digunakan perusahaan dipengaruhi oleh karakteristik manajerial. Strategi yang dipilih merupakan refleksi dari nilai-nilai dan dasar kognitif dari pelaku yang memiliki kontrol kuat dalam organisasi. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa teori *upper echelon* merupakan teori yang membahas hasil strategi organisasi adalah cerminan dari karakteristik dari manajemen puncak perusahaan.



Gambar 2.1 Teori Upper Echelon

Teori ini menyatakan bahwa semakin kompleks keputusan yang ada, semakin penting karakteristik pribadi pembuat keputusan. Teori ini juga diharapkan oleh Hambrick dan Mason (1984) dapat meningkatkan seleksi untuk pemilihan dan pengembangan pemimpin perusahaan (CEO). Teori ini juga dapat dikaitkan dengan

perusahaan keluarga yang mengadakan pergantian kepemimpinan. Teori *upper echelon* menunjukkan bahwa penerus perusahaan yang berasal dari eksternal (bukan anggota keluarga) berkemungkinan lebih untuk melakukan kegiatan investasi jika dibandingkan dengan penerus perusahaan yang berasal dari anggota keluarga (internal) (Cao et al., 2006).

2.5 Struktur Modal dan *Leverage*

Struktur modal merupakan bagian dari kegiatan pendanaan dan pengelolaan sumber dana yang dilakukan perusahaan dan dimanfaatkan untuk kegiatan operasional perusahaan. Definisi lain struktur modal yang dinyatakan oleh Fabozzi dan Peterson (2003) adalah gabungan antara utang dan ekuitas yang digunakan untuk mendanai proyek perusahaan. Raharjaputra (2009) mendefinisikan struktur modal sebagai kombinasi antara utang jangka panjang dan ekuitas dalam upaya pendanaan investasi perusahaan. Penentuan struktur modal adalah hal yang penting bagi perusahaan. Struktur modal berhubungan dengan pemilihan sumber dana, baik sumber dana internal (*retained earning*) dan sumber dana eksternal dari utang, saham, dan obligasi. Struktur modal harus ditentukan dengan tepat, sehingga hal tersebut dapat mengarahkan perusahaan untuk mencapai stabilitas keuangan dan mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan (Brigham dan Houston, 2011).

Schall dan Harley (1992) mendefinisikan *leverage* sebagai tingkat pinjaman atau utang perusahaan. Fakhrudin (2008) menyatakan dimana *leverage* merupakan total utang yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Perusahaan dengan jumlah utang lebih besar daripada ekuitasnya, dikatakan perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi. Rasio *leverage* merupakan salah satu pengukuran keuangan yang menghitung seberapa banyak modal yang berasal dari pendanaan utang (Fakhrudin, 2008). Hal ini dinilai penting karena perusahaan bergantung pada kombinasi antara utang dan ekuitas (struktur modal) untuk membiayai aktivitas perusahaan, sehingga dengan mengetahui jumlah utang perusahaan akan berguna dalam mengevaluasi apakah perusahaan dapat memenuhi kewajibannya ketika jatuh tempo.

2.6 Likuiditas Saham

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk mengubah aktiva menjadi kas atau kemampuan perusahaan untuk mendapat kas dengan cepat.

Likuiditas saham adalah jumlah transaksi suatu saham dalam suatu periode tertentu di pasar modal. Saham dikatakan likuid ketika saham tersebut mudah untuk diperjualbelikan atau diuangkan (Koetin, 2001). Frekuensi perdagangan saham dapat memengaruhi jumlah saham yang beredar dan volume perdagangan saham yang diakibatkan oleh tingginya minat investor. Reilly dan Brown (2002) menyatakan bahwa faktor penentu likuiditas pasar tercermin dalam data perdagangan, seperti jumlah lembar saham yang diperdagangkan dan harga saham. Likuiditas saham tidak hanya memberi keuntungan terhadap investor, namun perusahaan juga diuntungkan dalam hal ini. Keuntungan bagi investor ialah mudahnya saham untuk diperjualbelikan, sehingga investor mendapatkan peluang *capital gain* lebih besar. Sedangkan bagi perusahaan, dengan semakin likuid saham perusahaan, maka akan meningkatkan volume perdagangan. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik, sehingga investor tertarik untuk membeli saham perusahaan.

2.7 Managerial Overconfidence

Overconfidence merupakan fenomena psikologi yang akhir-akhir ini sedang ramai dibicarakan dalam dunia bisnis. Psikolog mendefinisikan individu yang terlalu percaya diri sebagai orang yang percaya bahwa kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki telah tepat. Menurut *better-than-average effect* (Huang et al., 2016), sifat terlalu percaya diri (*overconfidence*) dapat dikaitkan dengan kecenderungan diri sendiri untuk melebih-lebihkan kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki atau melebihkan kualitas informasi yang diperoleh. Malmendier dan Tate (2005) menyatakan bahwa manajer yang terlalu percaya diri terlalu menekankan kemampuan mereka untuk mendapat kesuksesan di masa mendatang melalui kepemimpinan mereka yang biasanya melebih-lebihkan nilai perusahaan. Manajer yang terlalu percaya diri yakin bahwa kemampuan yang dimiliki diatas rata-rata dan meremehkan biaya ekspektasi kebangkrutan (Hackbarth, 2008).

2.8 Suksesi CEO

Suatu bisnis dikategorikan sebagai perusahaan keluarga apabila terdapat keterlibatan dua generasi dalam keluarga tersebut dan memengaruhi kebijakan perusahaan (Susanto et al., 2007). Konflik yang seringkali ditemui dalam perusahaan keluarga adalah perbedaan antara kepentingan bisnis dan kepentingan

keluarga akibat adanya perbedaan nilai. Sehingga dengan adanya konflik yang terjadi akan memengaruhi proses peralihan kepemimpinan dari generasi ke generasi (Susanto et al., 2007).

Definisi suksesi merupakan seluruh proses untuk mempersiapkan transfer kekuasaan dan kontrol dari generasi ke generasi dalam perusahaan keluarga (Aronoff et al., 2003). Salah satu faktor yang menjadi penghambat proses suksesi kepemimpinan perusahaan keluarga adalah adanya perbedaan yang dipandang sebagai beban, bukan sebagai aset, kurangnya komunikasi antar anggota keluarga, kurangnya penghargaan dan pengakuan antar anggota keluarga, adanya kelangkaan sumber daya, baik sumber daya manusia dan finansial, dan lain sebagainya.

2.9 Research Gap

Penelitian ini mengadaptasi model penelitian Dang et al (2019) dengan menggunakan variabel independen yang sama, yaitu variabel *stock liquidity* serta variabel dependen berupa keputusan struktur modal dengan menggunakan dua pengukuran, yaitu *book leverage* dan *market leverage*. Namun, terdapat penambahan variabel independen yang diadaptasi dari penelitian Molly et al (2010), yaitu variabel suksesi kepemimpinan dan variabel independen lain berupa *managerial overconfidence* yang diadaptasi dari penelitian yang dilakukan oleh Ting et al. (2016). Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen berupa likuiditas saham, suksesi CEO, dan rasa percaya diri yang tinggi dari seorang CEO terhadap variabel dependen keputusan struktur modal dengan menggunakan objek dalam negara berkembang, Indonesia.

Terdapat perbedaan dalam objek penelitian dengan penelitian sebelumnya, yaitu dengan menggunakan objek perusahaan keluarga non-keuangan di Indonesia. Perusahaan keluarga dipilih karena menunjukkan adanya peningkatan pertumbuhan penjualan sebesar 65% dan 87% perusahaan keluarga Indonesia diharapkan mampu tumbuh dalam dua tahun kedepan, sehingga perusahaan keluarga Indonesia dapat menunjukkan adanya prospek yang baik (Price Waterhouse Cooper, 2018). Salah satu tantangan bagi perusahaan keluarga adalah masalah keuangan/pendanaan, sehingga struktur modal merupakan isu yang penting dibicarakan dalam perusahaan keluarga (Price Waterhouse Cooper, 2018). Perusahaan keluarga di Indonesia juga memiliki biaya agensi yang rendah, karena pemilik dan pengawas perusahaan

merupakan anggota keluarga, sehingga mereka dapat membawa tujuan perusahaan sesuai dengan kemauan keluarga tersebut. Struktur modal pada perusahaan keluarga di Indonesia juga sangat bergantung dengan keahlian pengelola dan kemampuan keuangan perusahaan dan keluarga, karena modal utama perusahaan keluarga berasal dari internal keluarga. Selain itu, periode penelitian juga berbeda dengan penelitian sebelumnya, yaitu dengan menggunakan periode penelitian 2009-2018. Hal tersebut dilakukan bahwa perusahaan keluarga menunjukkan eksistensinya sebagai penopang dan modal ekonomi dalam masa pemulihan *pasca* krisis ekonomi 2008 (Simanjuntak, 2011).

2.10 Pengembangan Hipotesis

2.10.1 Likuiditas Saham dan Keputusan Struktur Modal

Likuiditas ekuitas merujuk pada kemampuan perusahaan dalam pencarian pendanaan melalui penerbitan saham, sehingga likuiditas saham merupakan penentu dalam beban ekuitas (ElBannan, 2017). Perusahaan yang memiliki likuiditas saham tinggi memiliki biaya ekuitas yang rendah dibanding perusahaan dengan likuiditas saham yang rendah, sehingga hal ini menandakan adanya hubungan antara biaya ekuitas dan keputusan struktur modal. Struktur modal dalam teori *trade-off* mengindikasikan bahwa perusahaan selalu menghadapi isu dalam menukarkan biaya ekuitas dengan manfaat pengurangan pajak atas pendanaan utang, sehingga perusahaan dengan likuiditas rendah akan mendanai aktivitas perusahaan dengan lebih banyak utang dan sedikit ekuitas (Dang et al., 2019).

Penelitian oleh Lipson dan Mortal (2009) menyatakan bahwa perusahaan dengan ekuitas yang likuid menggunakan utang lebih sedikit, sehingga dapat menunjukkan bahwa likuiditas saham memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Penelitian yang dilakukan di Thailand oleh Udomsirikul et al. (2011) juga menunjukkan hubungan yang berbalik antara likuiditas saham yang tinggi dengan tingkat utang perusahaan, yaitu perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi memiliki tingkat *leverage* yang rendah, karena perusahaan sedikit dalam penggunaan utang. Hasil penelitian oleh Dang et al., (2019) juga membuktikan bahwa likuiditas saham yang tinggi menunjukkan tingkat *leverage* yang rendah dalam perusahaan. Frieder dan Martell (2006) menunjukkan perusahaan dengan

likuiditas yang rendah, maka tingkat *leverage* akan lebih tinggi, karena perusahaan lebih banyak dalam menggunakan utang dibandingkan menerbitkan saham.

H1: Likuiditas saham berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

2.10.2 Suksesi CEO dan Keputusan Struktur Modal

Manajemen puncak mempertimbangkan faktor-faktor dalam penentuan strategi perusahaan yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan (Hambrick dan Mason, 1984). Perusahaan yang dikendalikan oleh suatu keluarga menggunakan tujuan dan konflik pribadi dalam mengatur organisasi perusahaannya, sehingga pemilihan direktur utama baik yang berasal dari anggota keluarga maupun nonkeluarga memiliki artian yang istimewa bagi perusahaan keluarga (Bennedson et al., 2007). Teori *upper echelon* menjelaskan bahwa suksesor CEO yang berasal dari luar anggota keluarga lebih menyukai untuk melakukan kegiatan investasi, baik dengan utang maupun saham, dibandingkan suksesor CEO internal (Hambrick, 2007). Hal ini dikarenakan suksesor CEO eksternal membawa pengetahuan dan informasi baru bagi perusahaan keluarga, dimana terdapat perbedaan latar belakang melalui posisi mereka pada perusahaan sebelumnya (Cao et al., 2006; Finkelstein et al., 2009).

Berkebalikan dengan hal itu, suksesor CEO internal berargumen lebih menyukai untuk menerapkan strategi perusahaan yang telah ada dan memiliki perspektif yang sempit karena masa kerja yang lama dalam perusahaan (Wong dan Chen, 2018). Dalam perusahaan keluarga, CEO yang berasal dari anggota keluarga lebih menyukai membentuk struktur modal perusahaan dengan menggunakan pendanaan internal. Pendanaan eksternal dari ekuitas merupakan pilihan akhir dalam menentukan proporsi struktur modal, karena tidak menginginkan adanya pengurangan kontrol terhadap perusahaan, sehingga utang menjadi solusi yang cocok sebagai sumber modal perusahaan (Ellul, 2008). Penelitian oleh Molly et al (2010) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif dalam peningkatan utang dan investasi setelah masa suksesi CEO dari generasi awal ke generasi selanjutnya, hal tersebut dikaitkan dengan sifat penghindaran risiko oleh generasi selanjutnya karena mereka berusaha mempertahankan kekayaan, bukan meningkatkan kekayaan perusahaan.

H2: Suksesi CEO berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

2.10.3 *Managerial Overconfidence* dan Keputusan Struktur Modal

Teori *upper echelon* menjelaskan bahwa latar belakang atau karakteristik manajerial dapat memperkirakan hasil perencanaan, keputusan organisasi dan kinerja organisasi (Hambrick & Mason, 1984). Teori tersebut juga menjelaskan bahwa semakin rumit pengambilan suatu keputusan, maka semakin penting pengaruh karakteristik seseorang. Prinsip dalam teori *upper echelon* mengakui bahwa karakteristik manajemen puncak perusahaan, seperti umur, pengalaman, tingkat pendidikan, memengaruhi keputusan strategis dan kinerja organisasi. Boubaker dan Mezhoud (2011) menekankan dalam penelitiannya bahwa sebagai seorang manusia, kepercayaan dan preferensi individu dapat memengaruhi proses dalam pengambilan keputusan ketika mereka tidak dalam kondisi berpikir yang rasional, seperti dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal. Karakteristik-karakteristik yang dijelaskan dalam teori *upper echelon*, meliputi usia, pengalaman, pendidikan, dan karakteristik lainnya.

Jenis kelamin adalah salah satu variabel yang dapat menjelaskan karakteristik direktur utama. Direktur dengan jenis kelamin laki-laki dikatakan lebih memiliki keberanian untuk mengambil risiko yang tinggi (*risk taker*), sehingga lebih memilih menggunakan pendanaan utang (Ting et al., 2015). Berkebalikan dengan hal tersebut, direktur utama berjenis kelamin perempuan lebih memilih untuk menghindari penggunaan utang untuk beberapa alasan, seperti penghindaran risiko (Faccio et al., 2016).

Selain jenis kelamin, karakteristik lainnya yang dapat menggambarkan tingkat kepercayaan diri direktur utama adalah pengalaman. Seorang direktur utama yang pernah menduduki jabatan dalam jajaran dewan direksi dianggap mempunyai banyak pengalaman dan mampu membaca kondisi atau peluang pasar (Patzelt et al., 2008). Ketika direktur memiliki pengalaman yang lebih, mereka dapat mengumpulkan banyak informasi dan lebih berhati-hati dalam pengambilan (Ting et al., 2016). Direktur yang berpengalaman juga mendorong adanya efisiensi perusahaan, jiwa persaingan, dan menghindari kemungkinan yang dapat membawa perusahaan menuju kebangkrutan (*financial distress*) (Ting et al., 2015).

Direktur utama dengan tingkat pendidikan tinggi cenderung mengambil risiko (*risk taker*), lebih terbuka dengan adanya ide baru, perubahan, dan

kesempatan berinvestasi (Barker dan Mueller, 2002). Semakin tinggi tingkat pendidikan direktur utama, semakin berhati-hati dalam pengambilan keputusan yang akan berdampak pada nilai perusahaan (Rakhmayil & Yuce, 2013).

Kinerja perusahaan yang baik akan meningkatkan tingkat kepercayaan diri seorang direktur (Murhadi, 2018). Direktur menganggap bahwa perusahaan yang memiliki kinerja baik disebabkan oleh kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki (*self-attribution bias*), sehingga dapat meningkatkan tingkat kepercayaan diri seorang direktur dan berpengaruh terhadap keputusan yang diambil (Ting et al., 2016).

Berdasarkan teori *upper echelon*, direktur utama dengan usia tua memiliki tingkat penghindaran risiko tinggi dan kurang agresif jika dibandingkan dengan direktur yang masih muda (Hambrick & Mason, 1984). Oleh karena itu, direktur yang berusia tua akan memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan karena dianggap lebih aman. Alqatamin (2018) juga menyatakan bahwa semakin tua usia direktur utama, maka akan melemahkan tingkat utang perusahaan. Berdasarkan uraian diatas dapat dikembangkan hipotesis pada variabel ini adalah sebagai berikut:

H_{3a}: Jenis kelamin direktur utama berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3b}: Pengalaman direktur utama berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3c}: Tingkat pendidikan direktur utama berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3d}: Kinerja direktur utama berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3e}: Usia direktur utama berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

2.11 Penelitian Terdahulu

Berikut ini merupakan ringkasan penelitian terdahulu yang digunakan sebagai acuan dan referensi dalam penulisan penelitian. Dang et al. (2019) dalam penelitiannya menggunakan struktur modal sebagai variabel dependennya dengan variabel independen berupa likuiditas saham. Penelitian dilakukan dengan menggunakan objek secara internasional, yaitu 41 negara ditahun 2000-2010 dan metode penelitian yang digunakan adalah metode regresi data panel, sehingga hasil menemukan bahwa perusahaan dengan likuiditas saham yang tinggi memiliki tingkat utang perusahaan yang rendah.

ElBannan (2017) meneliti pengaruh likuiditas saham terhadap keputusan struktur modal dengan objek penelitian berupa perusahaan di negara Mesir. Penggunaan pengukuran *book leverage* dan *market leverage* sebagai pengukuran keputusan struktur modal dan beberapa pengukuran dalam likuiditas saham menghasilkan bahwa pengaruh likuiditas saham dan keputusan struktur modal adalah positif dan tidak signifikan, dimana memiliki arti semakin likuid ekuitas perusahaan, maka tingkat utangnya juga akan meningkat.

Penelitian mengenai suksesi yang dilakukan dalam perusahaan keluarga oleh Molly et al. (2010) menghasilkan bahwa suksesor yang berasal dari internal anggota keluarga akan memilih untuk mengurangi tingkat utang perusahaan dan memilih untuk menggunakan pendanaan internal perusahaan. Objek penelitian berupa 152 perusahaan keluarga kecil hingga menengah dengan periode penelitian mulai tahun 1991-2006 yang data penelitian dianalisis dengan menggunakan regresi data panel. Ellul (2008) juga menyatakan dalam penelitiannya bahwa perusahaan dengan kepemilikan mayoritas dipegang oleh keluarga atau anggota keluarga, maka perusahaan tersebut akan lebih menyukai pendanaan utang dibandingkan pendanaan eksternal lainnya. Hal ini disebabkan penghindaran pelemahan kekuasaan dan kontrol dalam perusahaan keluarga.

CEO sebagai seorang manusia memiliki karakter tertentu yang dapat memengaruhi keputusan yang diambil. Ting et al. (2016) dengan menggunakan karakter CEO sebagai proksi dalam pengukuran *managerial overconfidence* meneliti pengaruhnya terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Karakter CEO yang diteliti adalah jenis kelamin, pengalaman sebelumnya, kinerja, tingkat pendidikan,

dan jaringan yang dimiliki oleh CEO. Objek perusahaan merupakan perusahaan milik negara dan perusahaan kepemilikan non-negara di Malaysia dengan periode penelitian 2002-2011. Penelitian menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *managerial overconfidence* dengan keputusan pendanaan perusahaan.

Ting et al. (2015) dalam penelitiannya juga membahas mengenai pengaruh *managerial overconfidence* terhadap tingkat utang perusahaan. Objek yang digunakan dalam penelitiannya adalah perusahaan yang terdaftar dalam bursa di negara Malaysia. Karakteristik CEO digunakan sebagai proksi dalam pengukuran tingkat kepercayaan diri seorang CEO, seperti foto profil dalam laporan tahunan, usia CEO, pengalaman CEO, tingkat pendidikan, dan lamanya periode CEO dalam menjabat. Karakter-karakter tersebut memiliki pengaruh masing-masing terhadap tingkat utang perusahaan.

Tabel 2. 1 Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Penulis	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Dang <i>et al.</i> (2019)	<i>Stock liquidity and capital structure: International evidence</i>	Rasio <i>leverage</i> , rasio likuiditas saham	<i>Cross-sectional regression</i>	Likuiditas saham yang tinggi cenderung memiliki memiliki tingkat <i>leverage</i> yang rendah.
2.	Ting <i>et al.</i> (2016)	<i>Managerial Overconfidence, Government Intervention and Corporate Financing Decision</i>	Rasio <i>leverage</i> , karakteristik CEO (pendidikan, pengalaman, jenis kelamin, jaringan, kinerja)	<i>Pooled Ordinary Least Square, Fixed Effect Models, and Tobit Regressions</i>	CEO <i>overconfidence</i> berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan perusahaan.
3.	Ting <i>et al.</i> (2015)	<i>Upper Echelon Theory Revisited: The Relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision</i>	Rasio <i>leverage</i> , karakteristik CEO (pendidikan, pengalaman, jenis kelamin, jaringan, kinerja)	<i>Ordinary Least Square (Fixed Effect Models)</i>	Karakteristik personal CEO berpengaruh terhadap tingkat utang perusahaan.
4.	Molly <i>et al.</i> , (2010)	<i>Family Business Succession and Its Impact on Financial Structure Performance</i>	CEO <i>successions</i> , <i>financial structure (debt ratio)</i> , <i>growth</i>	<i>Ordinary Least Square</i>	Transisi kepemimpinan dari generasi awal ke generasi selanjutnya memiliki pengaruh terhadap menurunnya tingkat utang perusahaan
5.	ElBannan (2017)	<i>Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country</i>	Rasio <i>book leverage</i> dan <i>market leverage</i> , rasio likuiditas saham	<i>Univariate analysis, Panel regression analysis</i>	Perusahaan kepemilikan keluarga menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal. Likuiditas saham memiliki pengaruh terhadap tingkat <i>leverage</i> perusahaan.
6.	Ellul (2008)	<i>Control Motivations and Capital Structure Decisions</i>	Kepemilikan perusahaan, rasio <i>leverage</i>	<i>Panel regression analysis</i>	Perusahaan dengan kepemilikan mayoritas keluarga memiliki tingkat <i>leverage</i> yang tinggi, karena cenderung menyukai penerbitan utang.

BAB III

METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang prosedur yang akan dilakukan dalam melakukan penelitian yang berisi jenis dan sumber data, populasi dan sampel, model penelitian, pengukuran dan variabel penelitian, serta metode analisis data yang digunakan.

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data yang digunakan berupa laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan keluarga yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2009-2018. Laporan tahunan dan keuangan perusahaan didapatkan dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *website* perusahaan. Informasi terkait likuiditas saham berasal dari laporan keuangan perusahaan dan informasi terkait suksesi CEO dan *managerial overconfidence* diambil dari laporan tahunan perusahaan dan portal berita nasional maupun internasional.

3.2 Populasi dan Desain Sampling

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan keluarga yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode penelitian mulai tahun 2009-2018. Alasan pemilihan sampel pada tahun tersebut didasarkan pada tahun 2008 telah terjadi krisis keuangan yang melanda Indonesia, sehingga tahun 2009 dianggap sebagai tahun awal bagi perusahaan untuk melangkah kembali setelah kejadian krisis keuangan 2008.

Sampel yang diambil dalam sebuah penelitian harus memenuhi syarat, yaitu sampel harus bersifat representatif (Setyosari, 2010). Sampel dari penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel yang didasarkan pada kriteria-kriteria yang ditentukan oleh peneliti. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan keluarga yang dicirikan dengan penggunaan nama keluarga atau marga yang sama yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia periode 2009-2018.
2. Perusahaan yang dikategorikan sebagai perusahaan keluarga yang sesuai dengan keputusan direksi PT Bursa Efek Indonesia No. Kep-305/BEJ/07-2004, yaitu keluarga dengan kepemilikan saham sebesar 25% dan terdapat anggota

keluarga yang menduduki jabatan pada dewan direksi atau dewan komisaris perusahaan (Andres, 2008).

3. Perusahaan keluarga sektor non keuangan.
4. Perusahaan yang memiliki kelengkapan laporan tahunan dan laporan keuangan selama periode tahun 2009 hingga 2018.

Berdasarkan kriteria sampel diatas, dari 591 perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018, didapatkan total perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai perusahaan keluarga adalah sebesar 220 perusahaan. Namun, karena terdapat keterbatasan ketersediaan data dalam laporan tahunan/keuangan, maka sampel dalam penelitian kembali direduksi menjadi 116 perusahaan dengan rincian sebagai berikut:

Tabel 3.1 Sampel dalam Penelitian

Uraian	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar pada BEI tahun 2018 (Perusahaan non-keluarga)	591 perusahaan (321 perusahaan)
Perusahaan Keluarga (Perusahaan yang IPO setelah 2009)	220 perusahaan (65 perusahaan)
(Perusahaan keluarga sektor keuangan)	(2 perusahaan)
(Perusahaan tidak ada kelengkapan laporan tahunan/keuangan)	(40 perusahaan)
Perusahaan Keluarga yang menjadi sampel	113 perusahaan
Jumlah Pengamatan (113 x 10 tahun)	1130 jumlah pengamatan

Sumber: Bursa Efek Indonesia tahun 2018

3.3 Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel menjelaskan karakteristik dari objek penelitian ke dalam elemen-elemen yang jelas dan dapat diobservasi, sehingga konsep dapat diukur dan dioperasionalkan dalam riset penelitian (Hartono, 2016). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- a. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah keputusan struktur modal dengan menggunakan pengukuran dua rasio *leverage* (*book leverage* dan *market leverage*).
- b. Variabel bebas dalam penelitian ini meliputi likuiditas saham, suksesi CEO, dan *managerial overconfidence*.

- c. Variabel kontrol dalam penelitian meliputi profitabilitas, ukuran perusahaan, tangibilitas, dan peluang pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*).

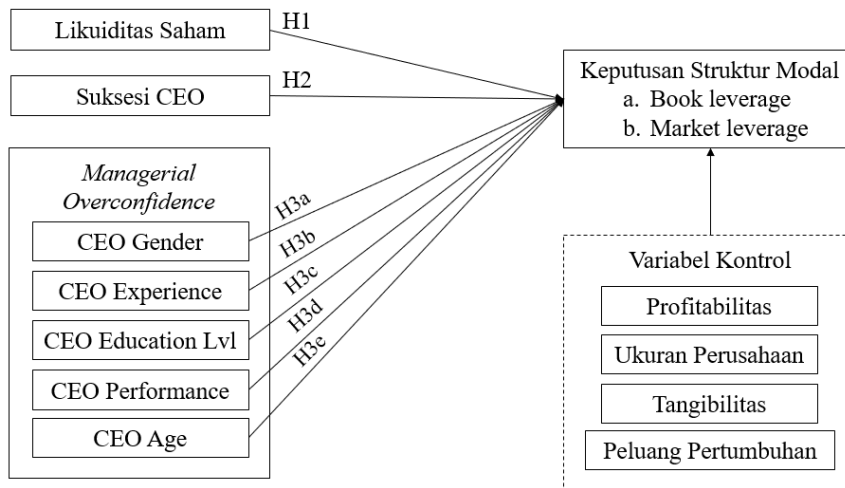
Berikut merupakan definisi dan pengukuran terkait dengan variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 3.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Operasional

Variabel	Indikator	Pengukuran	Sumber
Keputusan Struktur Modal	<i>Book leverage</i>	$\frac{(\text{total utang})}{(\text{total aset})}$	Dang et al (2019)
	<i>Market leverage</i>	$\frac{(\text{total utang})}{\text{nilai pasar aset}}$	
Likuiditas Saham		(trading volume) $(\text{trading days})(\text{jumlah saham beredar})$	ElBannan (2017)
Suksesi CEO		Variabel <i>dummy</i> (skala nominal), dimana bernilai 1 jika terdapat peralihan dari generasi ke generasi yang memiliki hubungan darah dan tahun-tahun setelah suksesi; 0 jika lainnya	Molly et al (2010)
<i>Managerial overconfidence</i>	Jenis kelamin Direktur Utama	Variabel <i>dummy</i> (skala nominal), dimana bernilai 1 jika CEO berjenis kelamin laki-laki dan bernilai 0 jika CEO berjenis kelamin perempuan.	Ting et al (2016)
	Tingkat pendidikan Direktur Utama	Menggunakan skala ordinal, yaitu: 1=tidak lulus SMA; 2=lulus SMA; 3=bersekolah S1; 4=lulus S1; 5=bersekolah S2; 6=lulus S2; 7=lulus S3	
	Pengalaman Direktur Utama	Menggunakan variabel <i>dummy</i> (skala nominal), dimana bernilai 1 jika CEO pernah menjabat sebagai dewan direksi pada perusahaan sebelumnya dan bernilai 0 jika lainnya.	
	Kinerja Direktur Utama	Menggunakan pengukuran rasio, yaitu: $\frac{(\text{ arus kas operasi})}{(\text{total aset})}$	
	Usia Direktur Utama	Selisih tahun lahir direktur dengan tahun penelitian.	
Ukuran Perusahaan		natural log (total aset)	ElBannan (2017)
Profitabilitas Perusahaan		$\frac{\text{Pendapatan sebelum pajak (EBIT)}}{(\text{total aset})}$	
Tangibilitas Perusahaan		$\frac{\text{Persediaan + Aset tetap}}{(\text{total aset})}$	
Peluang Pertumbuhan Perusahaan		$\frac{\text{Kapitalisasi pasar}}{\text{total ekuitas}}$	

3.4 Model Penelitian

Penelitian dilakukan untuk mengetahui apakah variabel Y yang merupakan keputusan struktur modal dipengaruhi oleh beberapa variabel X yang telah ditentukan, yaitu variabel likuiditas saham, variabel suksesi CEO, dan variabel *managerial overconfidence*. Model penelitian mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Dang et al. (2019) yang berfokus terhadap pengaruh likuiditas saham terhadap keputusan struktur modal. Kemudian, penelitian ini dikembangkan dengan menambah variabel dari penelitian yang telah dilakukan oleh Molly et al. (2010) yang berupa variabel suksesi CEO dan penelitian oleh Ting et al. (2016) yang berupa variabel *managerial overconfidence*. Berikut merupakan model penelitian:



Gambar 3.1 Model Penelitian

Dari model penelitian dapat dibangun hipotesis, yaitu:

H₁: Likuiditas saham berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

H₂: Suksesi CEO berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3a}: Jenis kelamin direktur utama berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3b}: Pengalaman direktur utama berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3c}: Tingkat pendidikan direktur utama berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3d}: Kinerja direktur utama berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

H_{3e}: Usia direktur utama berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal.

3.5 Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan alat analisis *software* STATA untuk membantu dalam pengolahan data penelitian yang berbentuk data panel. Metode analisis yang digunakan adalah sebagai berikut:

3.5.1 Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan untuk mengidentifikasi gambaran kondisi variabel-variabel yang diuji dalam suatu penelitian, seperti profil dan distribusi variabel-variabel tersebut. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah keputusan struktur modal (Y), sedangkan variabel independen yang digunakan adalah likuiditas saham (X1), suksesi CEO (X2), *managerial overconfidence* (X3). Statistik deskriptif memberikan deskripsi atau gambaran suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai minimum dan maksimum, yang dijelaskan sebagai berikut:

- a. *Mean*, bertujuan untuk mengetahui karakteristik dari sekelompok data dengan membagi keseluruhan data terhadap jumlah data. *Mean* memberikan informasi nilai rata-rata dari sebaran data pada variabel penelitian.
- b. Standar deviasi, nilai yang menunjukkan keheterogenan data yang diteliti dalam suatu penelitian. Semakin besar nilai standar deviasi menunjukkan semakin besar pula tingkat variasi/keragaman data.
- c. Nilai maksimal, nilai tertinggi dalam suatu sampel yang diteliti.
- d. Nilai minimal, nilai terendah dalam suatu sampel yang diteliti.

3.5.2 Pengujian Model

Basuki dan Prawoto (2016) mengungkapkan bahwa untuk memilih model yang tepat dalam mengolah data panel terdapat beberapa pengujian yang dilakukan, yaitu:

1. Uji Chow

Uji dilakukan untuk menentukan model *fixed effect* atau *common effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Jika nilai probabilitas *Cross statistics-F* lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha=0.05$, maka H₀ ditolak dan sebaliknya jika nilai probabilitas signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi, maka H₀ diterima. Hipotesis yang dibentuk dalam Uji Chow adalah:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

2. Uji Hausman

Uji yang dilakukan untuk memilih model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan. Jika nilai probabilitas *cross section random* lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha=0.05$, maka H_0 ditolak dan sebaliknya jika nilai probabilitas *cross section random* lebih besar dibandingkan tingkat signifikansi, maka H_0 diterima. Hipotesis yang dibentuk dalam Uji Hausman adalah:

H_0 : *Random Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

3. Uji Lagrange Multiplier

Uji yang dilakukan untuk mengetahui model *random effect* lebih baik daripada model *common effect*. Jika nilai *lagrange multiple* (LM) hitung lebih kecil dibandingkan nilai kritis *chi-squares*, artinya model *random effect* adalah model yang tepat untuk regresi data panel. Hipotesis yang dibentuk dalam Uji Lagrange Multiplier adalah:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Random Effect Model*

3.5.3 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk menguji model regresi yang benar dalam menunjukkan adanya hubungan yang signifikan dan representatif dari suatu model. Basuki dan Prawoto (2016) menyatakan dalam regresi data panel tidak semua perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik dengan beberapa pertimbangan, yaitu:

- a. Uji linearitas tidak dilakukan pada setiap model regresi linier, karena telah diasumsikan bahwa model bersifat linier.
- b. Uji normalitas tidak merupakan syarat BLUE (Best Linear Unbiased Estimator) dan terdapat beberapa pendapat yang tidak mengharuskan syarat ini wajib dipenuhi.

Sehingga, uji asumsi klasik yang digunakan dalam regresi data panel adalah sebagai berikut:

1. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui korelasi antar variabel bebas atau variabel independen (Ghozali, 2009). Model regresi yang baik seharusnya tidak terdapat adanya korelasi atau hubungan antara variabel independen. Pengujian adanya masalah dalam multikolinearitas dapat dilakukan dengan melihat nilai korelasi linier antar variabel independen di dalam regresi (Farrar dan Glauber, 1967). Kriteria pengujian adalah apabila nilai koefisien korelasi kurang dari 0,85, maka model regresi tidak mengandung unsur multikolinearitas di antara variabel independen. Begitupun sebaliknya, apabila nilai koefisien korelasi lebih dari 0,85, maka variabel independen tersebut mengandung multikolinearitas.

2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas memiliki tujuan untuk menguji model regresi apabila terdapat ketidaksamaan dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2009). Model regresi yang baik adalah yang memiliki sifat homoskedastisitas, yaitu apabila varians residual bersifat konstan atau terdapat kesamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain yang tetap. Terdapat beberapa metode yang digunakan untuk menguji heteroskedastisitas, seperti uji White, Glejser, Breusch-Pagan-Godfrey, uji Modified-Wald, dan lainnya. Model dikatakan memenuhi syarat apabila nilai probabilitas *chi-square* melebihi nilai *alpha* 0.5.

3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode tahun sebelumnya ($t-1$) (Ghozali, 2009). Autokorelasi muncul akibat observasi yang berurutan sepanjang waktu dan berkaitan satu sama lain, serta karena kesalahan pengganggu (residual) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Permasalahan autokorelasi dapat dideteksi dengan menggunakan uji Woolridge, apabila nilai probabilitas ($\text{Prob} > \text{Chi}^2$) menunjukkan angka dibawah 0,05 dapat disimpulkan bahwa terdapat masalah autokorelasi.

3.5.4 Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi bertujuan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, serta menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen

dengan variabel independen yang digunakan dalam suatu penelitian. Hasil analisis regresi berupa koefisien regresi untuk masing-masing variabel independen. Koefisien diperoleh dengan cara memprediksi nilai variabel dependen dengan suatu persamaan. Persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$BLEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LS_{i,t} + \beta_2 SC_{i,t} + \beta_{31} GEN_{i,t} + \beta_{32} EDU_{i,t} + \beta_{33} EXP_{i,t} + \beta_{34} PERF_{i,t} + \beta_{35} AGE_{i,t} + \beta_5 PROF_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \beta_8 GROW_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$MLEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LS_{i,t} + \beta_2 SC_{i,t} + \beta_{31} GEN_{i,t} + \beta_{32} EDU_{i,t} + \beta_{33} EXP_{i,t} + \beta_{34} PERF_{i,t} + \beta_{35} AGE_{i,t} + \beta_5 PROF_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \beta_8 GROW_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

Tabel 3.3 Keterangan Variabel Operasional

β_0	Koefisien variabel independen	PERF_t	Kinerja Direktur tahun t
LS_{t-1}	Likuiditas saham tahun t	AGE_t	Umur Direktur tahun t
SC_t	Suksesi CEO tahun t	PROF_t	Profitabilitas tahun t
GEN_t	Jenis kelamin Direktur	SIZE_t	Ukuran perusahaan tahun t
EDU_t	Tingkat pendidikan Direktur	TANG_t	Tangibilitas tahun t
EXP_t	Pengalaman Direktur tahun t	GROW_t	Peluang pertumbuhan tahun t

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel, hal ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh likuiditas saham, suksesi CEO, dan *managerial overconfidence* terhadap keputusan struktur modal perusahaan keluarga yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2009-2018. Regresi data panel digunakan dengan alasan bahwa data penelitian merupakan data gabungan dari data runtut waktu (*time-series*) dan data silang (*cross-section*). Penelitian ini menggunakan jumlah unit waktu yang sama untuk setiap perusahaan yang menjadi sampel penelitian, sehingga disebut *balanced panel*. Basuki dan Prawoto (2016) menyatakan bahwa metode estimasi model regresi dapat dilakukan dengan tiga pendekatan, yaitu:

1. *Common Effect Model* merupakan pendekatan model data paling sederhana karena menggabungkan data *time-series* dan data *cross-section* menjadi satu, namun tidak memperhatikan adanya dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Metode ini bisa menggunakan pendekatan *ordinary least square* (OLS) untuk mengestimasi model data panel.

2. *Fixed Effect Model* merupakan model yang mengasumsikan bahwa pendekatan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan *intercept*. Estimasi data panel model *fixed effect* menggunakan variabel *dummy* untuk menangkap perbedaan *intercept* antar perusahaan dengan *slope* yang sama antar perusahaan. Model estimasi ini sering disebut dengan Teknik *Least Square Dummy Variable* (LDSV).
3. *Random Effect Model* merupakan model yang mengestimasi data panel dimana terdapat kemungkinan variabel gangguan yang saling berhubungan antar waktu dan individu. Pada model *random effect*, perbedaan *intercept* diakomodasi oleh *error terms* masing-masing perusahaan. Keuntungan menggunakan model ini adalah menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini disebut juga dengan *Error Component Model* (ECM) atau teknik *Generalized Least Square* (GLS).

3.5.5 Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang diuji dalam penelitian ini berkaitan dengan adanya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Langkah-langkah pengujian adalah sebagai berikut:

a. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tujuan penghitungan koefisien determinasi adalah untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai koefisien determinasi memiliki interval dari angka nol hingga satu ($0 \leq R^2 \leq 1$). Semakin besar atau semakin mendekati angka satu nilai koefisien determinasi, maka semakin baik hasil untuk model regresi tersebut. Hal tersebut dikatakan semakin baik, karena variabel independen dapat menjelaskan informasi yang diperlukan untuk memprediksi variabel dependen. Begitupun sebaliknya, semakin nilai koefisien determinasi mendekati angka nol, maka variabel independen secara keseluruhan tidak dapat menjelaskan variabel dependen (Sulaiman, 2004).

b. Uji Simultan (*F-test*)

Uji F digunakan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model memiliki pengaruh secara bersamaan terhadap variabel dependen. Cara yang digunakan adalah dengan melihat besar nilai probabilitas F, apabila nilai probabilitas F kurang dari derajat signifikansi (5%),

maka variabel independen berpengaruh signifikan terhadap dependen secara simultan (Ghozali, 2009). Kriteria dalam pengujian hipotesis simultan dengan menggunakan uji-F adalah sebagai berikut:

1. Apabila probabilitas (*p-value*) $< 0,05$, maka variabel bebas secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen, H_1 diterima dan H_0 ditolak.
2. Apabila probabilitas (*p-value*) $> 0,05$, maka variabel bebas secara simultan tidak berpengaruh terhadap variabel dependen, H_0 diterima dan H_1 ditolak.

c. Uji Parsial (*t-test*)

Uji parsial digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen (X) secara parsial terhadap variabel dependen, yaitu pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Kriteria yang digunakan dalam melakukan uji t adalah sebagai berikut (Sulaiman, 2004):

1. Apabila probabilitas (*p-value*) $< 0,05$, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak maka variabel bebas secara berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
2. Apabila probabilitas (*p-value*) $> 0,05$, maka H_1 ditolak dan H_0 diterima maka variabel bebas tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan mengenai hasil olah data yang telah dilakukan serta analisis terhadap data olahan tersebut. Pembahasan analisis didasarkan pada landasan teori yang berkaitan dengan permasalahan yang dibahas.

4.1 Analisis Deskriptif

Data yang digunakan dalam penelitian merupakan data panel, yaitu data gabungan antara data silang (*cross section*) dan data runtut waktu (*time series*) dan. Data silang (*cross-section*) ditunjukkan dengan data dari perusahaan keluarga di Indonesia, sedangkan data runtut waktu (*time series*) ditunjukkan dengan data perusahaan pada tahun 2009-2018. Data yang diolah dalam penelitian ini didasarkan dengan ketersediaan data dari laporan tahunan dan laporan keuangan selama periode waktu penelitian. Berikut merupakan deskripsi data yang digunakan dalam penelitian yang telah diolah dengan menggunakan *software* STATA.

4.1.1 Analisis Deskriptif Data Parametrik

Berikut ini merupakan tabel analisis deskriptif variabel dengan menggunakan data parametrik (data berskala rasio) yang digunakan dalam penelitian:

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel Data Parametrik

Variabel	Observasi	Nilai Maksimal	Nilai Minimal	Rata-rata (Mean)	Standar Deviasi
BLEV	1130	0.9680	-2.6894	0.4596	0.2230
MLEV	1130	2.7852	-0.2115	0.4416	0.2856
LS	1130	0.0340	0.0000	0.0014	0.0030
PERF	1130	64.969	-0.4240	0.1796	2.3284
AGE	1130	82.000	28.000	54.098	9.7492
SIZE	1130	32.387	24.915	28.393	1.6687
PROF	1130	2.0309	-0.3948	0.1073	0.1543
TANG	1130	6.0601	0.0068	0.4910	0.3086
GROW	1130	82.444	0.0000	2.7325	6.0956

Sumber: data yang telah diolah, 2020

1. *Book leverage*

Nilai rasio *book leverage* perusahaan keluarga yang menjadi objek penelitian memiliki rata-rata 45,96% yang berarti hampir separuh perusahaan keluarga masih cenderung menggunakan utang sebagai struktur modal utama dan memiliki variasi data sebesar 22,30%. PT Jembo Cable Company Tbk ditahun 2013 memiliki nilai

book leverage paling tinggi, yaitu sebesar 96,80%, sedangkan di tahun 2009 PT Samindo Resources Tbk yang memiliki nilai *book leverage* terendah sebesar -268%. Rendahnya nilai *book leverage* dikarenakan jumlah utang yang terlalu banyak jika dibandingkan dengan aset yang dimiliki perusahaan.

2. *Market leverage*

Market leverage dihitung atas perbandingan utang dengan nilai pasar aset. Nilai rata-rata untuk variabel ini adalah 43,16% dengan standar deviasi sebesar 28,56%. PT Jembo Cable Company Tbk ditahun 2013 memiliki nilai *market leverage* yang paling tinggi dibandingkan perusahaan lainnya, yaitu 278,5%, hal ini disebabkan jumlah liabilitas yang lebih besar dibandingkan nilai pasar aset perusahaan. Berkebalikan dengan hal itu, PT Samudera Indonesia Tbk ditahun 2011 memiliki nilai *market leverage* yang rendah, yaitu -21,15%. Rendahnya nilai *market leverage* disebabkan oleh tingginya jumlah utang yang disertai dengan total aset yang rendah, harga saham yang rendah, dan tidak sebanding dengan saham yang beredar secara publik.

3. Likuiditas Saham

Variabel penelitian selanjutnya adalah variabel likuiditas saham yang dihitung dengan formula perbandingan atas jumlah volume perdagangan saham dan jumlah saham yang beredar di publik. Rata-rata rasio likuiditas saham perusahaan keluarga yang diteliti adalah 0,0014 dengan variasi data sebesar 0,0030. Tingginya variasi data dibandingkan nilai rata-rata menunjukkan bahwa fluktuasi likuiditas saham perusahaan keluarga cukup tinggi. PT Rukun Raharja Tbk tahun 2010 menjadi perusahaan paling likuid dengan nilai sebesar 0,034, karena jumlah saham yang didagangkan lebih besar dibandingkan jumlah saham yang beredar di publik. Sedangkan, PT SMART Tbk tahun 2018 memiliki nilai rasio likuiditas saham paling rendah, yaitu 0,000000001, hal ini disebabkan sangat rendahnya jumlah saham yang diperdagangkan ditahun tersebut dan tidak sebanding dengan jumlah saham yang beredar di publik, sehingga membuat rasio likuiditas saham sangat rendah.

4. Kinerja Direktur Utama

Variabel kinerja CEO yang dihitung dengan formula perbandingan jumlah arus kas operasional dan total aset perusahaan. Rata-rata kinerja direktur perusahaan

keluarga di Indonesia pada tahun 2009-2018 adalah 0,1796 dengan variasi data 2,3284, dimana fluktuasi kinerja direktur utama perusahaan keluarga sangat tinggi. Nilai tertinggi dimiliki PT Ciputra Development Tbk tahun 2010 dengan nilai 64,9690 dan nilai terendah dimiliki PT Kedaung Indah Can Tbk tahun 2016 dengan nilai -0,4240. Nilai yang sangat tinggi tersebut disebabkan jumlah arus kas operasi yang dihasilkan oleh perusahaan sangat tinggi jika dibandingkan dengan total aset perusahaan. Begitupun sebaliknya, nilai rendah diperoleh karena arus kas operasi perusahaan menunjukkan angka yang rendah (minus).

5. Usia Direktur Utama

Usia direktur menggunakan angka yang menunjukkan usia direktur utama yang disesuaikan dengan tahun penelitian. Rata-rata umur direktur perusahaan keluarga dengan rentang tahun 2009-2018 adalah berumur 54,098 dengan standar deviasi 9,7492. Sehingga variasi data pada variabel umur direktur cukup rendah ketika dibandingkan dengan nilai rata-rata. Usia tertua direktur utama perusahaan keluarga yang diteliti menunjukkan angka 82 tahun, yaitu PT Ratu Prabu Energi Tbk (2018) dan PT Mustika Ratu Tbk (2010). Sedangkan usia termuda ditunjukkan dengan angka 28 tahun dan terdapat pada PT Bukit Darmo Property Tbk (2009).

6. Ukuran Perusahaan

Variabel ukuran perusahaan merupakan variabel kontrol yang diukur dengan menggunakan *natural logaritma* total aset memiliki rata-rata sebesar 28,393 dengan standar deviasi sebesar 1,6687 yang berarti variasi data pada variabel ini rendah. Nilai tertinggi dipegang oleh PT United Tractors (2018) dengan nilai 32,387 menunjukkan bahwa aset yang dimiliki perusahaan termasuk tinggi/banyak, yaitu Rp116.281.017.000.000. Sedangkan nilai terendah dipegang PT Lionmesh Prima Tbk senilai 24,915 dengan total aset sebesar Rp66.154.153.373.

7. Profitabilitas Perusahaan

Variabel kontrol selanjutnya adalah profitabilitas perusahaan yang diukur dengan formula pendapatan sebelum bunga, pajak (EBIT) dibagi total aset. PT Chandra Asri Petrochemical Tbk tahun 2017 memiliki nilai tertinggi, yaitu sebesar 2,030 dan nilai terendah dimiliki PT Gozco Plantations Tbk dengan nilai -0,3945. Rata-rata profitabilitas perusahaan keluarga pada tahun 2009-2018 adalah sebesar 0,1073 dengan standar deviasi 0,1543 yang berarti variasi data pada variabel ini

sebesar 15,43% dan dapat dikatakan cukup tinggi dibandingkan dengan rata-rata profitabilitasnya.

8. Tangibilitas Perusahaan

Variabel tangibilitas perusahaan yang diukur dengan rumus total aset tetap dan persediaan dibagi total aset memiliki rata-rata sebesar 0,4910 dengan standar deviasi 0,3086, yang berarti variasi data pada variabel ini sebesar 30,86%. Nilai tertinggi dimiliki oleh PT Indospring Tbk (2016) dengan nilai 6,06 dan nilai terendah dimiliki PT Roda Vivatex Tbk (2018) dengan nilai 0,0068.

9. Peluang Pertumbuhan Perusahaan

Variabel kontrol selanjutnya adalah peluang pertumbuhan perusahaan (*growth opportunities*) yang diukur dengan melihat rasio kapitalisasi pasar terhadap total ekuitas. Variabel ini memiliki rata-rata 2,7325 dengan variasi data sebesar 6,0956, sehingga terlihat bahwa perusahaan keluarga memiliki peluang pertumbuhan yang sangat bervariasi. Nilai tertinggi dimiliki PT Unilever Indonesia Tbk (2017) dengan nilai 82,44 dan nilai terendah dimiliki PT Indofood Sukses Makmur Tbk tahun 2018 dengan nilai 0,0022.

4.1.2 Analisis Deskriptif Data Non Parametrik

Berikut ini tabel analisis deskriptif data non-parametrik (data berskala nominal dan ordinal) yang digunakan dalam penelitian:

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Variabel Data Non Parametrik

Variabel	Jumlah	Frekuensi (%)
SUKSESI		
Internal	147	13.1
Lainnya	983	86.9
GEND		
Laki-laki	1048	92.74
Perempuan	82	7.26
EXP		
Direktur berpengalaman	746	66.02
Lainnya	384	33.98
EDU		
Lulus SMA	23	2.04
Lulus Strata-1	751	66.46
Lulus Strata-2	351	31.06
Lulus Strata-3	5	0.44

Sumber: data diolah oleh peneliti, 2020

1. Suksesi Direktur Utama (CEO)

Suksesi CEO atau direktur utama menjadi variabel selanjutnya yang diteliti. Variabel dengan menggunakan variabel *dummy* dengan skala nominal dibedakan atas nilai 1 untuk perusahaan keluarga yang melakukan suksesi dengan direktur berasal dari internal atau yang memiliki hubungan darah dengan pemilik/pendiri perusahaan, dan bernilai 0 untuk lainnya. Perusahaan keluarga selama periode penelitian mayoritas tidak melakukan suksesi dengan suksesor yang memiliki hubungan kekeluargaan dengan pendiri, hal tersebut dibuktikan dengan jumlah yang tidak melakukan suksesi terdapat 983 observasi atau sebesar 86,9%. Sedangkan, perusahaan keluarga yang melakukan suksesi dengan suksesor internal berjumlah 147 observasi atau sebesar 13,1%.

2. Jenis Kelamin Direktur Utama

Proksi jenis kelamin direktur dalam penelitian menggunakan variabel *dummy* dengan skala nominal, yaitu bernilai 0 jika direktur berjenis kelamin perempuan dan bernilai 1 jika direktur berjenis kelamin laki-laki. Mayoritas dalam penelitian ini menunjukkan bahwa direktur perusahaan keluarga didominasi oleh direktur dengan jenis kelamin laki-laki yang berjumlah 1048 direktur laki-laki atau dengan persentase sebesar 92.74%. Sedangkan direktur perusahaan keluarga dengan jenis kelamin perempuan berjumlah 82 direktur perempuan atau hanya sebesar 7,26% dengan total observasi berjumlah 1130 observasi.

3. Pengalaman Direktur Utama

Variabel ini juga menggunakan variabel *dummy* dengan skala nominal, yaitu bernilai 1 jika direktur saat ini pernah menjabat dalam jajaran direksi pada perusahaan sebelumnya, dan sebaliknya bernilai 0 jika lainnya. Direktur perusahaan keluarga yang sebelumnya pernah menjabat dalam jajaran dewan direksi menunjukkan persentase sebesar 66,02% atau berjumlah 746 direktur yang berpengalaman. Sedangkan, perusahaan yang dipimpin oleh direktur yang sebelumnya belum pernah menjabat dalam jajaran dewan direksi berjumlah 384 direktur dengan persentase sebesar 33,97%.

4. Tingkat Pendidikan Direktur Utama

Variabel tingkat pendidikan direktur diukur menggunakan skala ordinal, yaitu bernilai 1 untuk direktur yang tidak lulus SMA, bernilai 2 untuk direktur yang lulus SMA, bernilai 3 untuk direktur yang berkuliah S1, bernilai 4 untuk direktur yang

mendapat gelar sarjana, bernilai 5 untuk direktur yang berkuliah S2, bernilai 6 untuk direktur yang mendapat gelar master (S2), dan bernilai 7 untuk direktur yang mendapat gelar doktor (S3). Mayoritas tingkat pendidikan terakhir yang dimiliki oleh direktur utama perusahaan keluarga adalah lulus Strata 1 dengan persentase sebesar 66,46% atau berjumlah 751 direktur. Kemudian, direktur utama dengan lulusan Strata-2 berada di urutan kedua dengan persentase sebesar 31,06% dengan jumlah direktur utama sebanyak 351 direktur. Urutan ketiga menunjukkan bahwa terdapat direktur utama dengan pendidikan akhir Sekolah Menengah Atas (SMA) yang menunjukkan persentase sebesar 2,04% atau setara dengan 23 direktur utama. Sisanya merupakan direktur dengan tingkat pendidikan Strata-3 yang berjumlah 5 orang dengan persentase sebesar 0,44%.

4.2 Uji Model

Regresi data panel memiliki 3 model regresi yaitu *common effect model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*. Dalam menentukan model regresi yang tepat dilakukan beberapa uji, yaitu uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Penelitian ini terbagi atas dua model, yaitu model 1 untuk pengukuran struktur modal dengan *book leverage* dan model 2 dengan menggunakan penghitungan *market leverage* dalam mengukur keputusan struktur modal. Pengujian model dilakukan dengan melakukan pengolahan data menggunakan *software* STATA.

Tabel 4.3 Hasil Pengujian Model

Variabel Dependen	Uji Chow	Uji Hausman	Uji LM	Kesimpulan
	Prob>F	Prob>Chi ²	Prob>Chi ² (bar)	
<i>Book leverage</i>	0.0000	0.0027	-	<i>Fixed Effect Model</i>
<i>Market leverage</i>	0.0000	0.0000	-	<i>Fixed Effect Model</i>

Sumber: data yang telah diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 4.3, berikut merupakan penjelasan bagi masing-masing pemilihan model.

a. Model 1A (*Book leverage*)

Pada model 1a digunakan pengukuran *book leverage* dalam mengukur keputusan struktur modal sebagai variabel dependen. Uji Chow dilakukan untuk mengestimasi model *common effect* dan *fixed effect*. Apabila nilai probabilitas yang dihasilkan dalam uji Chow menunjukkan angka kurang dari 0,05 ($\alpha=5\%$), maka H_0 ditolak dan berarti model yang terbaik untuk digunakan adalah *fixed effect model*.

Hasil dari pengujian dengan uji Chow menunjukkan angka 0,000, sehingga H_0 ditolak dan model terbaik yang digunakan menurut uji Chow adalah *fixed effect model*. Uji selanjutnya yang digunakan adalah uji Hausman. Pengujian ini dilakukan untuk mengestimasi model *random effect* atau *fixed effect* yang paling tepat digunakan dengan menggunakan parameter nilai probabilitas yang dihasilkan dalam uji Hausman. Apabila nilai probabilitas menunjukkan nilai kurang dari 0,05 ($\alpha=5\%$), maka H_0 ditolak dan berarti model yang terbaik untuk digunakan adalah *fixed effect model*. Hasil uji Hausman menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,027, maka H_0 ditolak dan model terbaik yang digunakan menurut uji Hausman adalah *fixed effect model*. Dari kedua uji model yang telah dilakukan dengan menggunakan uji Chow dan uji Hausman, maka untuk model 1a dengan pengukuran *book leverage* sebagai variabel dependen adalah *fixed effect model*.

b. Model 1B (*Market leverage*)

Pada model 1b digunakan pengukuran *market leverage* dalam mengukur keputusan struktur modal sebagai variabel dependen. Uji Chow dilakukan untuk mengestimasi model *common effect* dan *fixed effect*. Apabila nilai probabilitas yang dihasilkan dalam uji Chow menunjukkan angka kurang dari 0,05 ($\alpha=5\%$), maka H_0 ditolak dan berarti model yang terbaik untuk digunakan adalah *fixed effect model*. Hasil dari pengujian dengan uji Chow menunjukkan angka 0,000, sehingga H_0 ditolak dan model terbaik yang digunakan menurut uji Chow adalah *fixed effect model*. Uji selanjutnya yang digunakan adalah uji Hausman. Pengujian ini dilakukan untuk mengestimasi model *random effect* atau *fixed effect* yang paling tepat digunakan dengan menggunakan parameter nilai probabilitas yang dihasilkan dalam uji Hausman. Apabila nilai probabilitas menunjukkan nilai 0,05 ($\alpha=5\%$), maka H_0 ditolak dan berarti model yang terbaik untuk digunakan adalah *fixed effect model*. Hasil uji Hausman menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,000, maka H_0 ditolak dan model terbaik yang digunakan menurut uji Chow adalah *fixed effect model*. Dari kedua uji model yang telah dilakukan dengan menggunakan uji Chow dan uji Hausman, maka untuk model 1b dengan pengukuran *market leverage* sebagai variabel dependen adalah *fixed effect model*.

4.3 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk menguji apakah model regresi dapat menunjukkan hubungan antara variabel dependen dan independen. Penelitian menggunakan beberapa uji asumsi klasik untuk regresi data panel, yaitu uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Uji asumsi klasik dilakukan dengan menggunakan *software* STATA.

a. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas adalah uji yang dilakukan untuk memastikan dalam sebuah model regresi terdapat interkorelasi atau kolinearitas antar variabel independen (Ghozali, 2009). Pengujian adanya masalah dalam multikolinearitas dapat dilakukan dengan melihat koefisien variabel independen masing-masing. Apabila koefisien korelasi antara variabel independen bernilai kurang dari 0,85 maka tidak terjadi permasalahan multikolinearitas.

Tabel 4.4 Hasil Uji Multikolinearitas

	LS	SC	GEN	EXP	EDU	PER	AGE	SIZ	PRO	TAN	GRW
LS	1.00										
SC	-0.06	1.00									
GEN	0.08	-0.08	1.00								
EXP	0.01	0.02	0.11	1.00							
EDU	0.06	0.13	-0.03	0.02	1.00						
PER	-0.00	-0.01	0.01	0.02	0.06	1.00					
AGE	-0.04	-0.07	0.12	-0.00	-0.24	-0.03	1.00				
SIZ	-0.14	0.04	0.10	0.24	0.11	0.04	0.01	1.00			
PRO	-0.06	0.00	0.06	-0.03	0.11	0.00	-0.03	0.15	1.00		
TAN	-0.04	0.01	-0.07	-0.05	-0.09	-0.02	-0.03	-0.04	0.03	1.00	
GRW	-0.04	-0.02	-0.06	0.04	0.12	0.02	-0.11	0.14	0.45	0.04	1.00

Sumber: data yang diolah, 2020

Hasil uji multikolinearitas pada Tabel 4.4 menunjukkan tidak adanya koefisien variabel bebas yang bernilai lebih dari 0,85 sehingga dapat dikatakan bahwa diantara variabel independen tersebut tidak terdapat permasalahan multikolinearitas.

b. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas adalah uji yang dilakukan untuk menilai adanya ketidaksamaan varian dari residual pada semua penelitian dalam model regresi linear (Ghozali, 2009). Penelitian ini menggunakan uji Modified Wald untuk melihat adanya masalah heteroskedastisitas pada model regresi. Model regresi dikatakan lolos masalah heteroskedastisitas apabila nilai probabilitas *chi-square*

melebihi nilai alpha 0,05. Berikut merupakan hasil uji heteroskedastisitas dari data yang diolah menggunakan perangkat lunak STATA.

Tabel 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel Dependen	Uji Modified Wald	Kesimpulan
	Prob>F	
<i>Book leverage</i>	0.0000	Bermasalah
<i>Market leverage</i>	0.0000	Bermasalah

Sumber: data yang diolah, 2020

Tabel 4.5 menunjukkan nilai probabilitas *chi-square* pada kedua model, baik model 1A dan model 1B bernilai kurang dari 0,05 yaitu 0,000 dan 0,000. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kedua model regresi memiliki masalah heteroskedastisitas.

c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah uji yang dilakukan untuk mendeteksi adanya permasalahan yang muncul akibat residual (variabel pengganggu) memiliki hubungan dengan observasi pada tahun t dan tahun sebelumnya ($t-1$) (Ghozali, 2009). Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Uji Woolridge, yang mana dikatakan tidak terdapat permasalahan autokorelasi apabila nilai probabilitas ($\text{Prob}>\chi^2$) melebihi angka pada derajat signifikansi 5%.

Tabel 4.6 Hasil Uji Autokorelasi

Variabel Dependen	Uji Woolridge	Kesimpulan
	Prob>F	
<i>Book leverage</i>	0.0000	Bermasalah
<i>Market leverage</i>	0.0084	Bermasalah

Sumber: data yang diolah, 2020

Tabel 4.6 menunjukkan hasil uji autokorelasi dan dapat terlihat bahwa nilai probabilitas pada uji Woolridge memiliki nilai dibawah derajat signifikansi 5%, sehingga dapat dikatakan terdapat masalah autokorelasi dalam model regresi.

4.4 Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil pengujian model yang telah dilakukan sebelumnya, yaitu uji Chow dan uji Hausman, maka disimpulkan bahwa model regresi data panel yang paling tepat adalah *fixed effect model* (FEM). Dengan adanya permasalahan terkait hasil uji asumsi klasik mengenai heteroskedastisitas pada residual dan adanya autokorelasi, maka kedua permasalahan tersebut dapat diatasi dengan menggunakan estimator PCSE (*Panel Corrected Standard Error*). PCSE digunakan

untuk mengestimasi model linear data *cross section* dan *time series* (data panel) yang mana parameter yang digunakan adalah *ordinary least square* (OLS dan FE *model*) (Beck & Katz, 1995). Estimator PCSE digunakan ketika model regresi menemui permasalahan heteroskedastisitas, autokorelasi, dan *cross sectional dependence*. Estimator PCSE baik digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis dalam semua situasi jika dibandingkan dengan estimator lainnya (Moundigbaye, Rea, dan Reed, 2018). Sehingga, pada penelitian ini menggunakan regresi data panel model *fixed effect* dengan estimator PCSE dapat menunjukkan hasil yang lebih baik dibandingkan dengan menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS). Hasil model *fixed effect* terbaik dengan estimator PCSE yang diolah menggunakan perangkat lunak STATA terdapat pada Tabel 4.6:

Tabel 4.7 Hasil Regresi Data Panel

Variabel	Model 1A (BLEV)			Model 1B (MLEV)		
	REM	FEM	PCSE***	REM	FEM	PCSE***
LS	0.421 (0.978)	-0.161 (0.917)	3.184 (0.110)	-7.605 (0.000)***	-7.610 (0.000)***	-3.499 (0.240)
SC	-0.005 (0.820)	0.001 (0.968)	-0.029 (0.001)***	0.009 (0.712)	0.028 (0.339)	-0.063 (0.000)***
GEN	0.005 (0.830)	-0.013 (0.635)	0.096 (0.000)***	0.027 (0.405)	0.009 (0.787)	0.129 (0.000)***
EXP	0.029 (0.135)	0.049 (0.031)**	-0.022 (0.022)**	0.022 (0.343)	0.038 (0.159)	-0.021 (0.150)
EDU	-0.016 (0.042)	-0.022 (0.012)*	0.005 (0.242)	0.007 (0.456)	0.003 (0.730)	0.018 (0.000)***
PERF	-0.001 (0.357)	-0.001 (0.414)	-0.003 (0.018)**	-0.0004 (0.836)	0.0002 (0.915)	-0.002 (0.019)**
AGE	-0.0009 (0.180)	-0.001 (0.167)	-0.0007 (0.215)	0.0005 (0.548)	0.0007 (0.460)	-0.0008 (0.115)
SIZE	0.028 (0.000)***	0.031 (0.002)***	0.028 (0.000)***	0.002 (0.734)	0.015 (0.218)	-0.002 (0.375)
PROF	-0.127 (0.001)***	-0.110 (0.004)***	-0.302 (0.000)***	-0.260 (0.000)***	-0.225 (0.000)***	-0.532 (0.000)***
TANG	0.012 (0.460)	0.012 (0.471)	0.036 (0.044)**	0.030 (0.145)	0.027 (0.190)	0.077 (0.004)***
GROW	0.006 (0.000)***	0.007 (0.000)***	0.003 (0.001)***	-0.008 (0.000)***	-0.006 (0.000)***	-0.011 (0.000)***
<i>Prob (F statistic)</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>R-squared</i>	0.0483	0.0504	0.0840	0.0796	0.0836	0.2268

*Tarf signifikansi 10%

** Taraf signifikansi 5%

***Tarf signifikansi 1%

*** Model yang dipilih

4.4.1 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan variabel independen mempengaruhi variabel dependennya. Dari hasil regresi di atas diketahui bahwa nilai *r-squared* pada model 1 dengan pengukuran variabel dependen *book leverage* dan model 2 dengan pengukuran variabel dependen *market leverage* secara berturut-turut adalah 0,0840 dan 0,2268. Hal ini memiliki arti bahwa variabel likuiditas saham, suksesi direktur utama, dan *managerial overconfidence* yang diproksikan dengan jenis kelamin, pengalaman, tingkat pendidikan, kinerja, dan usia direktur utama memiliki kemampuan dalam menjelaskan variabel dependen berupa keputusan struktur modal adalah 8,40% dan 22,68%. Sedangkan sisanya dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain selain variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini.

4.4.2 Uji Simultan

Uji simultan adalah suatu uji yang digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas dengan tingkat signifikansi, apabila nilai probabilitas kurang dari derajat signifikansi (5%), maka dapat dikatakan bahwa variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Begitu pula sebaliknya, apabila nilai probabilitas lebih dari derajat signifikansi, maka variabel independen tidak dapat dikatakan mempengaruhi secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Berdasarkan Tabel 4.7 dapat terlihat bahwa nilai probabilitas F untuk kedua model regresi adalah 0,000 dimana nilai probabilitas tersebut kurang dari derajat signifikansi 5%, maka variabel independen mampu memengaruhi secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Sehingga, variabel likuiditas saham, suksesi direktur utama, dan *managerial overconfidence* yang diproksikan dengan jenis kelamin, pengalaman, tingkat pendidikan, kinerja, dan usia direktur utama secara bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan struktur modal.

4.4.3 Uji Parsial (*t-test*)

- a. Model 1A (Book Leverage)

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada Tabel 4.7 dapat disimpulkan hal yang berkaitan dengan signifikansi variabel independen dan variabel kontrol yang digunakan dalam model 1A.

1. Variabel Likuiditas Saham memiliki pengaruh positif terhadap variabel dependen *book leverage* dengan nilai koefisien 3,148 dan nilai probabilitas 0,110. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel likuiditas saham memiliki pengaruh positif terhadap variabel *book leverage* dan tidak signifikan. Variabel dikatakan berpengaruh secara tidak signifikan karena probabilitas di atas taraf signifikansi yang digunakan, yaitu 5%.
2. Variabel Suksesi CEO memiliki pengaruh negatif terhadap variabel dependen, dibuktikan dengan nilai koefisien sebesar -0,029 dengan nilai probabilitas 0,001. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel suksesi CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen, karena nilai probabilitas kurang dari tingkat signifikansi 5%.
3. Variabel *managerial overconfidence* yang diprosikan oleh beberapa variabel dibawah ini:
 - a. Variabel jenis kelamin CEO menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap variabel dependen. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai koefisien sebesar 0,096 dengan nilai probabilitas 0,000. Variabel dikatakan berpengaruh signifikan karena nilai probabilitasnya bernilai dibawah taraf signifikansi 5%.
 - b. Variabel pengalaman CEO menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap variabel dependen. Hal tersebut dapat terlihat dalam Tabel 4.7 bahwa nilai koefisien menunjukkan angka -0,022 dengan nilai probabilitas sebesar 0,022. Hal tersebut dikarenakan nilai probabilitas menunjukkan angka lebih dari tingkat signifikansi 5%.
 - c. Variabel tingkat pendidikan CEO memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap variabel dependen. Nilai koefisien yang menunjukkan angka 0,005 dengan nilai probabilitas sebesar 0,242 menjadi bukti bahwa variabel tingkat pendidikan CEO berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap variabel dependen dengan tingkat signifikansi 5%.

- d. Variabel kinerja CEO memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yang ditunjukkan dengan angka koefisien $-0,003$ dan nilai probabilitas sebesar $0,018$. Hasil dikatakan signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi yang ditoleransi, yaitu 5% .
 - e. Variabel umur CEO memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap variabel dependen yang ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar $-0,0007$ dengan nilai probabilitas $0,215$. Dikatakan tidak signifikan karena nilai probabilitas berada diatas taraf signifikansi yang ditoleransi, yaitu 5% .
4. Variabel kontrol ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien sebesar $0,028$ dan nilai probabilitas sebesar $0,000$. Dikatakan signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi yang ditoleransi, yaitu 5% .
 5. Variabel kontrol profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien $-0,302$ dan nilai probabilitas sebesar $0,000$. Dikatakan signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi yang ditoleransi, yaitu 5% .
 6. Variabel kontrol tangibilitas perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yang dibuktikan dengan nilai koefisien $0,036$ dan nilai probabilitas sebesar $0,044$. Hasil dikatakan signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi yang ditoleransi, yaitu 5% .
 7. Variabel kontrol peluang pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yang dibuktikan dengan nilai koefisien sebesar $-0,003$ dengan nilai probabilitas sebesar $0,001$. Hasil dikatakan signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi 5% yang ditoleransi.

b. Model 1B (*Market Leverage*)

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada Tabel 4.7 dapat disimpulkan hal yang berkaitan dengan signifikansi variabel independen dan variabel kontrol yang digunakan dalam model 1B.

1. Variabel likuiditas saham memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien sebesar $-3,499$ dan nilai

- probabilitas 0,240. Hasil dikatakan tidak signifikan karena nilai probabilitas berada diatas taraf signifikansi 5% yang ditoleransi.
2. Variabel suksesi CEO memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien -0,063 dan nilai probabilitas sebesar 0,000. Hasil dikatakan signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi 5% yang ditoleransi.
 3. Variabel *managerial overconfidence* diukur dengan proksi beberapa variabel, yaitu:
 - a. Variabel jenis kelamin CEO berpengaruh positif dan signifikan ditunjukkan dengan nilai koefisien 0,129 dan nilai probabilitas 0,000. Hasil menunjukkan berpengaruh signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi 5% yang ditoleransi.
 - b. Variabel pengalaman CEO berpengaruh negatif dan tidak signifikan yang dibuktikan dengan nilai koefisien -0,021 dan nilai probabilitas sebesar 0,150. Hasil dikatakan tidak signifikan karena nilai probabilitas berada diatas taraf signifikansi 5% yang ditoleransi.
 - c. Variabel tingkat pendidikan CEO memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yang dibuktikan dengan nilai koefisien sebesar 0,018 dan nilai probabilitas sebesar 0,000. Hasil dikatakan berpengaruh signifikan karena nilai probabilitas menunjukkan angka dibawah 5% sebagai tingkat signifikansi yang toleransi.
 - d. Variabel kinerja CEO memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen dengan pembuktian bahwa nilai koefisien -0,002 dan nilai probabilitas sebesar 0,019. Variabel kinerja dikatakan signifikan karena nilai probabilitas diatas tingkat signifikansi 5% yang ditoleransi.
 - e. Variabel umur CEO memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap variabel dependen yang ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0,008 dan nilai probabilitas sebesar 0,115. Variabel umur CEO dikatakan tidak signifikan karena memiliki nilai probabilitas diatas tingkat signifikansi 5% yang ditoleransi.
 4. Variabel kontrol ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien sebesar -0,002 dan

nilai probabilitas sebesar 0,375. Hasil tersebut dikatakan tidak signifikan karena nilai probabilitas berada diatas taraf signifikansi 5% yang ditoleransi.

5. Variabel kontrol profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien -0,532 dan nilai probabilitas sebesar 0,000. Hasil dikatakan signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi yang ditoleransi, yaitu sebesar 5%.
6. Variabel kontrol tangibilitas perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen yang dibuktikan dengan nilai koefisien 0,077 dan nilai probabilitas sebesar 0,004. Hasil menunjukkan pengaruh yang signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi 5% yang ditoleransi.
7. Variabel kontrol pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen yang dibuktikan dengan nilai koefisien sebesar -0,011 dengan nilai probabilitas sebesar 0,000. Hasil dikatakan signifikan karena nilai probabilitas berada dibawah taraf signifikansi 5% yang ditoleransi.

Tabel 4.8 Pengaruh Variabel dalam Penelitian

Variabel	Pengaruh	Hasil Pengaruh
Likuiditas saham (X1)	Tidak signifikan	Tidak berpengaruh terhadap tingkat utang perusahaan
Sukses CEO (X2)	Negatif dan signifikan	Menurunkan tingkat utang perusahaan
Jenis kelamin CEO (X3)	Positif dan signifikan	Meningkatkan tingkat utang perusahaan
Pengalaman CEO (X4)	Tidak signifikan	Tidak berpengaruh terhadap tingkat utang perusahaan
Tingkat pendidikan CEO (X5)	Tidak signifikan	Tidak berpengaruh terhadap tingkat utang perusahaan
Kinerja CEO (X6)	Negatif dan signifikan	Menurunkan tingkat utang perusahaan
Usia CEO (X7)	Tidak signifikan	Tidak berpengaruh terhadap tingkat utang perusahaan
Ukuran perusahaan (C1)	Tidak signifikan	Tidak berpengaruh terhadap tingkat utang perusahaan
Profitabilitas perusahaan (C2)	Negatif dan signifikan	Menurunkan tingkat utang perusahaan
Tangibilitas perusahaan (C3)	Positif dan signifikan	Meningkatkan tingkat utang perusahaan
Peluang pertumbuhan (C4)	Tidak signifikan	Tidak berpengaruh terhadap tingkat utang perusahaan

4.5 Pembahasan

4.5.1 Pengaruh Likuiditas Saham terhadap Keputusan Struktur Modal

Hasil uji regresi pada Tabel 4.7 menunjukkan bahwa variabel likuiditas saham berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *book leverage* dan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *market leverage* dengan tingkat signifikansi 5%. Dari hasil tersebut menyatakan bahwa hipotesis pertama (H_1) ditolak karena terdapat perbedaan hasil. Perbedaan hasil tersebut disebabkan adanya perbedaan nilai antara *book leverage* dan *market leverage*, dimana perbedaan tersebut terlihat dari perubahan harga saham yang terjadi. *Book leverage* dalam struktur modal mengindikasikan bahwa perusahaan menggunakan utang dalam membiayai aset perusahaannya, namun *market leverage* mengindikasikan utang yang digunakan perusahaan dalam membiayai aset, serta melihat nilai perusahaan di mata pasar dari nilai ekuitas pasar (Cai dan Zhang, 2011). Sehingga jika terdapat perbedaan nilai antara *book leverage* dan *market leverage* yang disebabkan adanya pengaruh perubahan harga saham perusahaan. Likuiditas saham yang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *book leverage* serta likuiditas saham berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *market leverage*, sehingga likuiditas saham tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh ElBannan (2017) yang menunjukkan adanya hubungan yang positif dan tidak signifikan antara likuiditas saham dan keputusan struktur modal. Dan hasil penelitian ini berlainan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Dang et al. (2019). Dang et al. (2019) menyatakan perusahaan selalu dihadapkan dengan isu dalam menukarkan biaya ekuitas dan manfaat pengurangan pajak atas pendanaan menggunakan utang, sehingga perusahaan dengan likuiditas tinggi akan mendanai aktivitas perusahaan dengan ekuitas. Dalam kata lain, perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan memilih pendanaan ekuitas dan menurunkan tingkat utang perusahaan.

Likuiditas saham yang tinggi akan mengurangi biaya pendanaan utang, dimana perusahaan dengan likuiditas saham yang tinggi memiliki peringkat kredit (*credit rating*) yang tinggi dan memiliki risiko *default* yang rendah (Brogaard et al., 2017). Risiko *default* adalah ketidakmampuan debitur dalam memenuhi kewajibannya untuk melakukan pembayaran atas bunga maupun utang pokok.

Dengan menggunakan objek penelitian perusahaan keluarga, adanya likuiditas saham yang tinggi meningkatkan kemungkinan pihak eksternal dalam mengambil alih perusahaan (Cheung et al., 2017). Perusahaan dengan likuiditas saham yang tinggi mengizinkan pihak eksternal untuk membeli saham perusahaan dalam upaya mengambil alih dan untuk mencegah kemungkinan tersebut terjadi, perusahaan lebih memilih menggunakan utang sebagai alat dalam mencegah pengambil alihan perusahaan. Pernyataan tersebut juga didukung oleh penelitian Ellul (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga membentuk struktur modal dengan menukarkan keinginan penggunaan pendanaan eksternal melalui penerbitan ekuitas untuk penghindaran dalam pelemahan kontrol, sehingga utang merupakan solusi yang tepat menjadi sumber pendanaan eksternal bagi perusahaan keluarga tanpa melemahkan kontrol yang ada. Hasil survei yang dilakukan oleh Price Waterhouse Cooper (2018) tentang Survei Perusahaan Keluarga Indonesia, menunjukkan bahwa perusahaan keluarga mayoritas menggunakan pendanaan yang bersumber dari pinjaman bank sebesar 78% dan pendanaan ekuitas hanya sebesar 19%.

Selain itu, dengan kondisi negara Indonesia yang termasuk dalam negara berkembang, perusahaan-perusahaan yang berada pada negara berkembang memiliki informasi asimetri yang tinggi dan likuiditas saham yang rendah, menunjukkan kesulitan dalam pendanaan ekuitas, sehingga lebih memilih untuk meningkatkan pendanaan utang (ElBannan, 2017). Permasalahan informasi asimetri muncul ketika manajer (pihak internal) mengetahui lebih banyak informasi mengenai nilai perusahaan dan pendapatan di masa mendatang dibandingkan dengan investor (pihak eksternal) di pasar. Hasil juga ini dapat dikaitkan dengan teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984). Teori mengemukakan bahwa perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan yang dimulai dengan pendanaan berisiko rendah (pendanaan internal), jika dirasa kurang, maka perusahaan akan menggunakan pendanaan utang yang memiliki risiko lebih rendah dibandingkan pendanaan ekuitas yang menjadi pilihan akhir bagi perusahaan dalam penggunaan pendanaan.

4.5.2 Pengaruh Suksesi CEO terhadap Keputusan Struktur Modal

Hasil uji regresi pada Tabel 4.7 menunjukkan bahwa variabel suksesi CEO (direktur utama) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur

modal yang diukur dengan rasio *book leverage* dan *market leverage* dengan tingkat signifikansi 5%. Suksesi direktur utama diukur dengan menggunakan variabel *dummy*, yaitu bernilai 1 apabila terdapat suksesi/transisi dengan suksesor berasal dari pihak anggota keluarga atau yang memiliki hubungan kekeluargaan dan tahun-tahun setelah terjadinya suksesi, serta bernilai 0 jika lainnya. Sehingga, hasil ini mengindikasikan bahwa suksesi direktur utama yang berasal dari anggota keluarga memiliki kecenderungan untuk mengurangi utang dan hipotesis kedua pada penelitian ini diterima. Hal ini juga mengindikasikan bahwa dilihat dari kedua pengukuran struktur modal, yaitu *book leverage* dan *market leverage*, perusahaan dengan suksesor internal memilih untuk menurunkan tingkat utang yang digunakan untuk mendanai aset perusahaan maupun meningkatkan nilai ekuitas pasar perusahaan. Hasil ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Molly et al (2010), dimana mengatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara suksesi kepemimpinan dari generasi awal ke generasi selanjutnya dengan tingkat utang perusahaan. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Zhou (2012) dalam artikelnya yang mengatakan bahwa perusahaan keluarga jika dilihat dari pemilik maupun keturunannya memilih untuk menurunkan tingkat utang perusahaan.

Ide bahwa suksesi dalam bisnis keluarga dapat berdampak pada struktur keuangan dan kinerja perusahaan bukanlah suatu hal yang asing, karena transfer kekuasaan merupakan suatu peristiwa paling penting dalam siklus hidup perusahaan keluarga. Adanya suksesi atau transisi kepemimpinan pada perusahaan keluarga menyebabkan menurunnya tingkat utang perusahaan. Suksesor yang berasal dari anggota keluarga atau yang memiliki hubungan kekeluargaan biasanya memiliki kemauan yang rendah untuk mengambil risiko dibandingkan dengan pemilik/pendiri perusahaan, lantaran mereka memiliki preferensi yang kuat untuk mempertahankan kekayaan dibandingkan menciptakan/meningkatkan kekayaan (Kaye dan Hamilton, 2004). Shepherd dan Zacharakis (2000) menyatakan bahwa keturunan atau generasi selanjutnya tidak memiliki keinginan untuk mengambil kegiatan yang berisiko, termasuk meningkatkan proporsi utang perusahaan, karena mereka memilih untuk menginvestasikan modalnya untuk membeli perusahaan mereka sendiri.

Suksesor yang berasal dari internal keluarga cenderung untuk membentuk struktur modal dengan pendanaan internal terlebih dulu, karena mereka tidak menyukai pendanaan eksternal dengan alasan tidak menginginkan adanya pengurangan kontrol terhadap perusahaan (Ellul, 2008). Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Caprio et al., (2016) mengatakan bahwa CEO yang berasal dari internal keluarga memegang lebih banyak kas, terutama keturunan atau generasi selanjutnya setelah pemilik/pendiri perusahaan keluarga turun tahta. Pernyataan tersebut juga sesuai dengan teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984).

Perusahaan keluarga di Indonesia menunjukkan dalam 10 tahun terakhir tidak banyak yang melakukan suksesi yang ditunjukkan dengan persentase suksesor internal sebesar 13,1%. Adanya suksesi dengan suksesor yang berasal dari anggota keluarga biasanya meningkatkan jumlah anggota keluarga yang terlibat dalam bisnis, sehingga hal tersebut dapat memicu adanya konflik antar anggota keluarga (Molly et al., 2010). Paul (1996) mengatakan bahwa adanya konflik antar anggota keluarga merupakan kontributor terbesar bagi kegagalan perusahaan keluarga, sehingga kreditur tidak berkeinginan untuk menyediakan utang bagi perusahaan keluarga generasi selanjutnya.

4.5.3 Pengaruh *Managerial Overconfidence* terhadap Keputusan Struktur Modal

Teori *upper echelon* menjelaskan bahwa organisasi sebagai cerminan dari manajemen puncak, dimana mengindikasikan bahwa keputusan strategi yang diambil oleh pimpinan atau manajer akan dipengaruhi oleh karakteristik manajerial (Hambrick dan Mason, 1984). Penelitian ini menguji *managerial overconfidence* yang digambarkan oleh beberapa karakteristik CEO dan pengaruhnya terhadap keputusan struktur modal.

Hasil uji regresi pada Tabel 4.7 menunjukkan bahwa jenis kelamin CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal, pengalaman CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap *book leverage*, namun berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *market leverage*. Variabel selanjutnya adalah tingkat pendidikan CEO yang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *book leverage*, namun berpengaruh positif dan signifikan

terhadap *market leverage*. Variabel kinerja CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal, serta variabel usia CEO yang berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan struktur modal. Berikut ini merupakan penjelasan dari masing-masing karakteristik dalam variabel *managerial overconfidence*:

a. Jenis Kelamin CEO

Dari hasil regresi yang dilakukan untuk menguji hubungan jenis kelamin CEO memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal yang diukur dengan menggunakan rasio *book leverage* dan *market leverage*, yang mana direktur utama akan meningkatkan tingkat utang perusahaan dan mengurangi penggunaan alternatif pendanaan lainnya sebagai sumber modal. Sehingga hipotesis (H_{3a}) diterima dengan tingkat signifikansi 5%. Uji statistik deskriptif menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan keluarga memiliki direktur utama yang berjenis kelamin laki-laki dengan persentase sebesar 92,74%. Sehingga, direktur utama berjenis kelamin laki-laki lebih menyukai utang dibandingkan dengan direktur utama perempuan. Utang yang dimanfaatkan oleh direktur utama untuk mendanai aset perusahaan dan upaya peningkatan ekuitas pasar perusahaan (Cai dan Zhang, 2011). Hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ting et al (2016) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara jenis kelamin CEO dengan tingkat utang perusahaan. Namun, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Alqatamin (2018) yang menggaris bawahi bahwa keberadaan direktur utama berjenis kelamin laki-laki akan meningkatkan preferensi perusahaan dalam menggunakan pendanaan utang dengan perusahaan non-finansial sebagai objek penelitiannya.

CEO dengan jenis kelamin laki-laki dikatakan lebih menyukai utang dibandingkan CEO berjenis kelamin perempuan (Chen, Zhang, dan Liu, 2014), pernyataan ini dapat dikaitkan dengan adanya perbedaan karakteristik gender terhadap perilaku pengambilan risiko. Adanya perbedaan intensitas emosi yang menjadi alasan perbedaan persepsi terhadap risiko bagi laki-laki atau perempuan, ketika dihadapkan pada suatu keadaan yang tidak pasti, perempuan akan bereaksi ketakutan (*fear*) dan laki-laki akan bereaksi pada kemarahan (*anger*) (Croson dan Gneezy, 2009). Hal tersebut dapat menjadikan persepsi risiko ketakutan bagi

perempuan untuk mengurangi keputusan pengambilan risiko, sedangkan persepsi risiko kemarahan bagi laki-laki untuk meningkatkan keputusan yang berisiko (Lerner dan Keltner, 2001). Dalam teori *upper echelon* mengasumsikan bahwa laki-laki lebih *overconfident* (sangat percaya diri) dan memiliki toleransi yang tinggi terhadap risiko, berkebalikan dengan hal itu, perempuan lebih konservatif, menghindari risiko, dan lebih menggunakan sedikit pendanaan utang (Huang dan Kisgen, 2013).

b. Pengalaman CEO

Berdasarkan uji regresi yang dilakukan, hasil menunjukkan bahwa pengalaman CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *book leverage* dan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *market leverage* dengan tingkat signifikansi 5%. Sehingga, hipotesis yang terkait dengan variabel pengalaman CEO (H_{3b}) ditolak. Hal tersebut mengindikasikan bahwa adanya pengalaman CEO sebelumnya membuat direktur memilih menurunkan tingkat utang perusahaannya jika dilihat dengan menggunakan pengukuran rasio *book leverage*. Direktur utama yang berpengalaman memilih untuk menurunkan tingkat utang yang digunakan untuk membiayai aset perusahaannya. Namun, direktur berpengalaman tidak berpengaruh terhadap *market leverage*. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ting et al. (2015) dan Ting et al. (2016), sebab mereka menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara pengalaman CEO dan keputusan pendanaan. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lestari dan Faisal (2019) yang menyatakan bahwa pengalaman CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan.

Direktur utama yang bekerja pada banyak perusahaan selama karirnya memiliki pengetahuan yang luas apabila dihadapkan dengan permasalahan yang belum pernah terjadi, sehingga direktur utama yang berpengalaman akan memiliki tingkat kepercayaan diri yang tinggi (Wei et al., 2011). Dalam perusahaan keluarga yang menjadi objek penelitian menunjukkan bahwa sebesar 66,03% direktur utama yang saat ini menjabat pernah menjadi dewan direksi pada perusahaan sebelumnya. Namun, adanya pengalaman tersebut tidak begitu berpengaruh pada perusahaan karena cenderung keputusan dalam menggunakan pendanaan utang berpaku pada keputusan tahun-tahun sebelumnya (Görts, 2016). Selain itu, pengalaman CEO

sebelumnya juga dapat tidak berpengaruh signifikan terhadap penentuan keputusan, termasuk keputusan struktur modal, jika dikaitkan dengan kesesuaian pengetahuan dan ketrampilan yang dimiliki CEO (Dokko et al., 2009). Dalam penelitian ini hanya dibahas mengenai pernahnya seorang direktur utama menjabat sebagai dewan direksi pada perusahaan sebelumnya tanpa memperhatikan kesesuaian pengetahuan yang dimiliki, sehingga dapat menjadikan pengalaman CEO sebelumnya tidak berpengaruh terhadap pembuatan keputusan, termasuk keputusan struktur modal.

c. Tingkat Pendidikan CEO

Hasil regresi menunjukkan bahwa tingkat pendidikan CEO berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *book leverage*, namun berpengaruh positif dan signifikan terhadap *market leverage* dengan tingkat signifikansi 5%. Dari hasil regresi memperlihatkan bahwa direktur utama dengan pendidikan tinggi akan meningkatkan utang perusahaan untuk meningkatkan nilai ekuitas pasar perusahaan (*market leverage*), bukan untuk membiayai aset perusahaan (*book leverage*), karena menunjukkan pengaruh tingkat pendidikan CEO dengan *book leverage* adalah positif tidak signifikan, namun berpengaruh positif signifikan terhadap *market leverage*. Sehingga, hipotesis yang berkaitan dengan variabel ini (H_{3c}) ditolak karena terdapat perbedaan hasil. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ting et al. (2016). Dalam penelitian mereka menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara tingkat pendidikan CEO dan tingkat utang perusahaan. Namun, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lestari dan Faisal (2019) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan tidak signifikan antara tingkat pendidikan CEO dan tingkat utang perusahaan.

Teori *upper echelon* menyatakan bahwa sebagian dari karakteristik seseorang dapat memengaruhi hasil keputusan atau strategi suatu organisasi (Hambrick dan Mason, 1984). Salah satu karakteristik direktur dapat dilihat dari tingkat pendidikan yang dimilikinya. Semakin tinggi tingkat pendidikan direktur utama, semakin memiliki banyak pengetahuan yang dapat menimbulkan kehati-hatian dalam menentukan sumber modal perusahaan. Direktur utama dengan tingkat pendidikan tinggi cenderung mengambil risiko (*risk taker*), lebih terbuka dengan adanya ide

baru, perubahan, dan kesempatan berinvestasi (Barker dan Mueller, 2002). Sehingga, direktur utama yang memiliki pendidikan tinggi cenderung memilih pembiayaan ekuitas dibandingkan pendanaan utang, karena tingkat pendidikan dikaitkan dengan preferensi dalam inovasi dan tingkat risiko (Lestari dan Faisal, 2019).

Dari hasil penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara direktur utama berpendidikan tinggi dengan direktur yang memiliki tingkat pendidikan lebih rendah. Analisis deskriptif juga membuktikan bahwa sebagian besar direktur utama perusahaan keluarga memiliki pendidikan terakhir Strata-1 dengan rata-rata sebesar 4,5887 dan mereka memiliki tingkat utang perusahaan yang tidak terlalu terdapat perbedaan yang signifikan dengan direktur utama yang memiliki tingkat pendidikan Strata-2 ataupun Strata-3. Hal tersebut disebabkan direktur juga dalam memutuskan struktur modal yang dalam hal ini diukur dengan tingkat utang juga mempertimbangkan kondisi atau situasi lain, seperti kondisi keuangan sebelumnya atau keputusan yang pernah diambil sebelumnya (Görts, 2016). Selain itu, jika hanya memperhatikan tingkat pendidikan CEO tanpa memperhatikan hal lainnya, seperti latar belakang pendidikannya maupun asal tempat menuntut ilmu juga dapat menyebabkan ketidakmampuan dalam menentukan suatu keputusan atau kebijakan (Patzelt et al., 2008; Rakhmayil dan Yuce, 2008). Sebagai contoh lulusan bidang manajemen lebih mengerti bagaimana cara mengelola sesuatu atau memutuskan hal terkait kebijakan keuangan, karena hal ini lebih banyak diajarkan dalam sekolah bisnis, lain hal jika dibandingkan dengan lulusan bidang keteknikan atau ilmu sains yang cenderung kaku dalam membuat keputusan. Hal tersebut dapat didukung dengan pernyataan dalam teori *upper echelon* yang menyatakan bahwa tingkat pendidikan CEO hanya berperan sebagai moderasi (memperkuat atau memperlemah) dalam hasil kinerja perusahaan (Hambrick dan Mason, 1984) dalam penelitian Lestari dan Faisal (2019).

d. Kinerja CEO

Hasil regresi menunjukkan bahwa kinerja direktur utama sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio *book leverage* dan *market leverage* sebagai pengukuran keputusan struktur modal dengan tingkat signifikansi

5%. Sehingga, hipotesis yang membahas mengenai variabel kinerja CEO (H_{3d}) diterima. Kinerja CEO dihitung dengan menggunakan rasio arus kas operasional dibagi total aset perusahaan. Hasil tersebut mengindikasikan semakin tinggi kinerja direktur utama, maka akan menurunkan tingkat utang perusahaan, baik utang yang dimanfaatkan untuk membiayai aset perusahaan maupun meningkatkan nilai ekuitas pasar perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Murhadi (2018) menyatakan bahwa kinerja CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat utang perusahaan. Penelitian tersebut menggunakan objek perusahaan nonfinansial di Indonesia. Namun, hasil penelitian ini berlainan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ting et al (2016) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara kinerja CEO dengan rasio *leverage*.

Aspek *overconfidence* pada variabel ini dapat dikaitkan dengan adanya *self-attribution bias*, yaitu menganggap bahwa keberhasilan atas sesuatu merupakan hasil atas kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki (Kim, 2013). Kinerja CEO yang tinggi ditandai dengan besarnya jumlah arus kas operasional yang dihasilkan perusahaan, sehingga akan mengurangi penggunaan utang dan lebih memilih menggunakan kas operasional untuk membiayai aktivitas perusahaan atau proyek-proyek yang dimiliki dengan harapan memberikan nilai tambah bagi perusahaan dan pemegang saham. Perusahaan yang memiliki arus kas operasional yang tinggi dapat memperlihatkan kemampuan perusahaan tersebut untuk menciptakan laba, sehingga perusahaan dengan laba yang tinggi akan menggunakan laba tersebut untuk membiayai aktivitas perusahaannya dan dapat berdampak pada berkurangnya tingkat utang perusahaan (*leverage*). Pernyataan tersebut sesuai dengan teori *pecking order*, dimana perusahaan yang mampu menghasilkan arus kas yang tinggi akan membutuhkan sedikit utang (Shenoy dan Koch, 1996). Sehingga dapat dikatakan bahwa semakin direktur utama menghasilkan arus kas operasi yang tinggi, maka semakin sangat percaya diri dan memilih untuk menurunkan tingkat utang. Pada perusahaan keluarga di Indonesia juga menunjukkan bahwa penggunaan dana yang bersumber dari internal perusahaan mayoritas digunakan dengan persentase sebesar 72% menggunakan pendanaan internal. Survei tersebut dilakukan oleh Price Waterhouse Cooper (2018).

e. Usia CEO

Berdasarkan uji regresi yang telah dilakukan diketahui hasil penelitian bahwa usia direktur utama berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *book leverage* dan *market leverage*. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tua umur direktur tidak menentukan akan menurunkan atau meningkatkan tingkat utang perusahaan. Sehingga, hipotesis yang berkaitan dengan usia CEO dan keputusan struktur modal (H_{3e}) ditolak. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Görts (2016) yang menyatakan bahwa usia direktur utama (CEO) tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Begitupun dengan penelitian Serfling (2014) menunjukkan bahwa tidak hubungan signifikan antara usia direktur utama dengan *book leverage*, sehingga kedua penelitian tersebut mendukung hasil penelitian ini. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Alqatamin (2018) yang menunjukkan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara usia CEO dan keputusan struktur modal yang berarti semakin tua umur direktur utama dapat melemahkan tingkat utang perusahaan.

Pengaruh usia direktur utama dalam suatu organisasi atau perusahaan dapat dijelaskan melalui teori *upper echelon* yang dikemukakan oleh Hambrick dan Mason (1984). Teori tersebut menjelaskan bahwa usia merupakan salah satu karakteristik demografi dari tim manajemen puncak termasuk direktur utama yang dapat menentukan struktur berpikir tim manajemen puncak dan berpengaruh terhadap hasil atau keputusan organisasi. Namun, Hambrick (2007) kembali menekankan dalam teori *upper echelon* yang terbaru bahwa indikator atau faktor demografis tidak selalu merepresentasi sifat asli seseorang, nilai-nilai yang dijunjung, dan proses berpikir seseorang, melainkan terdapat faktor eksternal yang dapat memengaruhi hasil keputusan organisasi.

Dengan kemampuan yang dimiliki dan pertimbangan atas risiko-risiko maupun faktor eksternal lain yang mungkin terjadi terkait dengan keputusan struktur modal, direktur utama yang berusia tua dapat melakukan penghindaran terhadap risiko (*risk averse*) (Ting et al., 2015) atau mungkin mengambil pendanaan dengan risiko tinggi (*risk taker*). Hal tersebut juga disebabkan adanya faktor lain yang dapat memengaruhi preferensi direktur utama dalam menentukan struktur modal, seperti

penentuan struktur modal disesuaikan dengan kondisi keuangan tahun sebelumnya (Görts, 2016). Hasil penelitian yang menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan dapat dikatakan bahwa usia direktur utama belum terbukti memiliki pengaruh terhadap keputusan struktur modal yang diukur dengan rasio *leverage*.

4.6 Variabel Kontrol

Variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal. Hal tersebut sesuai dengan penelitian Novitaningtyas dan Mudjiyanti (2014) yang berarti ukuran perusahaan yang dilihat dari total aset perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan struktur modal. Perusahaan yang besar tidak menjamin kelancaran perusahaan dalam aktivitas operasionalnya, sehingga tidak pula menjamin pemberi pinjaman/utang akan berminat untuk memberikan pinjamannya terhadap perusahaan. Variabel profitabilitas berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Ting et al. (2016) yang mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan menggunakan struktur modal yang berasal dari internal perusahaan dan mengurangi penggunaan pendanaan utang. Selain itu, variabel tangibilitas perusahaan berpengaruh positif dan signifikan, yang memiliki arti semakin tinggi tangibilitas perusahaan maka semakin tinggi pula tingkat utang perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian ElBannan (2017) dan menggambarkan perusahaan memiliki aset tetap dan adanya persediaan dapat menjadi jaminan bagi pemberi pinjaman ketika perusahaan berada dalam kondisi tidak mampu membayar kewajibannya. Variabel peluang pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal. Hal ini sesuai dengan penelitian ElBannan (2017) yang juga menyatakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan dengan kondisi perusahaan tersebut berada dalam pasar berkembang yang mana Indonesia juga termasuk dalam negara pasar berkembang.

4.7 Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil penelitian terdapat beberapa hal yang dapat dijadikan referensi bagi perusahaan terkait dengan likuiditas saham, suksesi kepemimpinan, dan *managerial overconfidence* terhadap keputusan struktur modal.

Suksesi direktur utama yang dilihat dari sisi suksesor internal (memiliki hubungan kekeluargaan dengan pendiri perusahaan) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Temuan ini dapat memberikan referensi bagi pendiri perusahaan dan perusahaan keluarga itu sendiri dengan mempersiapkan calon suksesor internal sejak dini, yaitu dengan menempatkan di berbagai posisi yang ada di perusahaan untuk mengetahui kondisi perusahaan dari hal-hal terkecil hingga dapat menyelaraskan visi dan tujuan perusahaan. Pendiri perusahaan keluarga juga dituntut untuk mengajarkan keturunannya ataupun generasi selanjutnya dalam upaya keberanian mengambil dan menghadapi risiko dalam berbisnis, karena dalam berbisnis risiko adalah hal yang sering ditemui. Proses seleksi bagi suksesor merupakan hal penting lainnya yang harus diperhatikan oleh perusahaan keluarga. Sehingga, perlu adanya peningkatan proses seleksi dalam usaha pencarian suksesor yang kompeten, baik itu berasal dari dalam maupun luar anggota keluarga dan perusahaan perlu mengadakan pelatihan (*training*) bagi calon suksesor tentang hal-hal yang berkaitan dengan kepemimpinan (*leadership*) dan orientasi yang berhubungan dengan perusahaan, seperti budaya perusahaan, dan lain sebagainya.

Managerial overconfidence yang diproksikan dengan menggunakan karakteristik CEO memiliki pengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Temuan ini dapat digunakan perusahaan keluarga sebagai referensi dalam meningkatkan diversifikasi gender dalam jajaran dewan direksi maupun dewan komisaris untuk lebih mendapatkan keberagaman ide dan pandangan dalam proses pengambilan keputusan. Direktur utama perusahaan juga diharapkan mampu memotivasi para manajer untuk meningkatkan kinerja dengan meningkatkan arus kas operasional agar perusahaan dapat menurunkan tingkat utang perusahaan.

Tabel 4.9 Implikasi Manajerial Hasil Penelitian

Hasil Temuan	No	Implikasi	Sasaran
Suksesi direktur utama (CEO) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan	1	Mempersiapkan calon suksesor internal sejak awal, seperti ditempatkan pada berbagai posisi/bidang untuk mengetahui lebih lanjut tentang bisnis keluarga.	Pendiri/pemilik perusahaan keluarga
	2	Meningkatkan proses seleksi dalam mencari suksesor yang kompeten, baik itu suksesor internal atau eksternal.	Pendiri dan jajaran dewan direksi perusahaan keluarga
	3	Pendiri/pemilik perusahaan keluarga perlu mengajarkan keturunannya (generasi selanjutnya) dalam upaya keberanian dalam mengambil risiko.	Pendiri/pemilik perusahaan keluarga
	4	Mengadakan pelatihan (training) bagi calon suksesor mengenai hal-hal tentang kepemimpinan (<i>leadership</i>) dan orientasi terkait perusahaan.	Perusahaan keluarga
Jenis kelamin CEO berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan	5	Perusahaan perlu meningkatkan diversifikasi gender dalam jajaran direksi perusahaan untuk mendapat keberagaman pandangan (<i>insight</i>).	Dewan direksi perusahaan keluarga
Kinerja CEO berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan	6	Direktur utama perusahaan memotivasi para manajer untuk meningkatkan penjualan guna meningkatkan arus kas operasional, sehingga perusahaan dapat menurunkan pendanaan utang.	Direktur utama Perusahaan Keluarga

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini disimpulkan hasil dari penelitian secara menyeluruh dan diberikan saran untuk kedepannya, baik itu bagi peneliti maupun pihak lainnya. Pada bab ini juga dapat dijadikan rekomendasi atau bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan.

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh likuiditas saham, suksesi direktur utama, dan *managerial overconfidence* terhadap keputusan struktur modal dengan menggunakan pengukuran *book leverage* dan *market leverage*. Penelitian dengan objek penelitian berupa 113 perusahaan keluarga yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009-2018 diolah dengan menggunakan regresi data panel model *fixed effect* dengan estimator *Panel Corrected Standard Error* (PCSE). Hasil menunjukkan bahwa adanya pergantian kepemimpinan dengan suksesor yang berhubungan kekeluargaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Karakteristik pemimpin (CEO) juga dapat memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, yang dilihat dari jenis kelamin dan kinerja CEO. Namun, likuiditas saham perusahaan, karakteristik pengalaman, tingkat pendidikan, dan usia CEO tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan keluarga di Indonesia dengan mempertimbangkan adanya suksesor internal dan karakteristik yang dimiliki pemimpin (jenis kelamin dan kinerja) dapat meningkatkan penggunaan utang dan pendanaan internal guna menghindari pelemahan kontrol keluarga dalam perusahaan akibat intervensi dari pihak eksternal.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Pada saat melakukan penelitian ditemukan keterbatasan bahwa hasil dalam uji asumsi klasik, seperti uji ketidaksamaan residual (uji heteroskedastisitas) dan uji korelasi antar tahun (uji autokorelasi) mengalami permasalahan, yaitu model regresi yang tidak lolos dalam uji asumsi klasik tersebut. Sehingga, penelitian harus menggunakan estimator untuk mengatasi adanya permasalahan tersebut dan

estimator yang tepat digunakan dalam penelitian adalah dengan menggunakan estimator *Panel Corrected Standard Error* (PCSE). Serta, model penelitian yang menunjukkan nilai koefisien determinasi (*r-squared*) yang cukup rendah, sehingga perlu ditambahkan variabel independen lain yang dianggap lebih berpengaruh terhadap variabel dependen.

5.3 Saran

5.3.1 Saran bagi Penelitian Selanjutnya

Saran untuk penelitian selanjutnya dan bagi regulator adalah sebagai berikut:

1. Menambahkan variabel independen lain yang dapat berpengaruh terhadap variabel dependen.
2. Menggunakan pengukuran lain yang lebih dapat merepresentasikan *managerial overconfidence*, seperti jaringan yang dimiliki oleh direktur utama, latar belakang pendidikan direktur utama, dan pengukuran lainnya.
3. Memperluas pengukuran pada variabel suksesi CEO dengan melihat dari kedua sisi, baik suksesor internal dan suksesor eksternal.
4. Menggunakan lebih banyak unit perusahaan agar mendapatkan hasil yang benar-benar menggambarkan kondisi populasi penelitian.
5. Menggunakan industri atau sektor yang lebih rinci dalam penelitian, sehingga hasil yang didapatkan lebih spesifik dan dapat menggambarkan kondisi yang sesungguhnya.

5.3.2 Saran bagi Regulator

Saran bagi regulator yang berkaitan dengan hasil skripsi adalah pemerintah melalui Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia dapat membuat aturan atau kebijakan guna meningkatkan likuiditas perdagangan saham dalam pasar modal Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Abouzaid, S. (2008). *IFC family business governance handbook*. The World Bank.
- Alqatamin, R. M. (2018). Capital Structure and CEO's Personal Characteristics: Evidence from Jordan. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 8(2), 113–125.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247–275.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14, 431–445. <https://doi.org/10.1016/j.jcorp>
- Aronoff, C. E., McClure, S. L., & Ward, J. L. (2003). *Family business succession: The final test of greatness*. Family Enterprise Publisher.
- Atawnah, N., Balachandran, B., Duong, H. N., & Podolski, E. J. (2018). Does exposure to foreign competition affect stock liquidity? Evidence from industry-level import data. *Journal of Financial Markets*, 39, 44–67.
- Azhagaiah, R., & Gavoury, C. (2011). The Impact of Capital Structure on Profitability with Special Reference to IT Industry in India. *Managing Global Transitions: International Research Journal*, 9(4).
- Barker III, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782–801.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis (Dilengkapi Aplikasi SPSS & Eviews)*. PT RajaGrafindo Persada Jakarta.
- Beck, N. ., & Katz, J. . (1995). What to do (and what not to do) with time-series cross-section data. *American Political Science Review*, (89), 634–647.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647–691.
- Boubaker, A., & Mezhoud, M. (2011). Impact of managerial ownership on operational performance of IPO firms: French context. *International Journal of Management Science and Engineering Management*, 6(3), 191–197.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403–423.
- Brigham, E. F., & Houston, J. . (2011). *Financial Management*. Singapore: Cengage Learning Asia.
- Brigham, F. E., & Ehrhardt., M. C. (2011). *Financial Management: Theory and Practical* (13 th edit). South-Western: Cengage Learning.

- Brogaard, J., Li, D., & Xia, Y. (2017). Stock liquidity and default risk. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 486–502.
- Cai, J., & Zhang, Z. (2011). Leverage change, debt overhang, and stock prices. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 391–402.
- Cao, Q., Maruping, L. M., & Takeuchi, R. (2006). Disentangling the effects of CEO turnover and succession on organizational capabilities: A social network perspective. *Organization Science*, 17(5), 563–576.
- Caprio, L., Del Giudice, A., & Signori, A. (2016). *Cash Holdings and Family Firms: the Role of Founders and Heirs*.
- Chen, Y., Zhang, X., & Liu, Z. (2014). Manager Characteristics and the Choice of Firm “Low Leverage”: Evidence from China. *American Journal of Industrial and Business Management*, 4(10), 573.
- Cheung, W. M., Im, H. J., Noe, T. H., & Zhang, B. (2017). The effect of stock liquidity on debt-equity choices. *China International Conference in Finance*.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.
- Cooper, P. W. (2014). *Survey Bisnis Keluarga 2014*.
- Croson, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448–474.
- Dang, T. L., Ly Ho, H., Dzung Lam, C., Thao Tran, T., & Vo, X. V. (2019). Stock liquidity and capital structure: International evidence. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1587804.
- Dokko, G., Wilk, S. L., & Rothbard, N. P. (2009). Unpacking prior experience: How career history affects job performance. *Organization Science*, 20(1), 51–68.
- ElBannan, M. A. (2017). Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country. *Emerging Markets Review*, 33, 201–231.
- Ellul, A. (2008). Control motivations and capital structure decision. *Available at SSRN 1094997*.
- Fabozzi, F. J., & Peterson, P. P. (2003). *Financial management and analysis* (Vol. 132). John Wiley & Sons.
- Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209.
- Fakhrudin, H. (2008). *Istilah Pasar Modal A-Z*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Fan, C. ., Tan, J., Guller, E., Garcia, B., & Quek, A. (2011). *Asian Family Business Report*. Zurich.

- Farrar, D. E., & Glauber, R. R. (1967). Multicollinearity in regression analysis: the problem revisited. *The Review of Economic and Statistics*, 92–107.
- Finkelstein, S., Cannella, S. F. B., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. Oxford University Press, USA.
- Frieder, L., & Martell, R. (2006). On capital structure and the liquidity of a firm's stock. *Available at SSRN 880421*.
- Gersick, K. E., Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M. M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Harvard Business Press.
- Ghozali, I. (2009). Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS [Application of multivariate analysis with SPSS program]. *Fourth Editions, Publisher Universitas Diponegoro*.
- Görts, B. W. M. (2016). *The effect of CEO characteristics on corporate financial policy*. Tilburg University.
- Grossman, S., & Hart, O. (1986). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843–881.
- Hall, A., & Nordqvist, M. (2008). Professional management in family businesses: Toward an extended understanding. *Family Business Review*, 21(1), 51–69.
- Hambrick, D. C. (2007). *Upper echelons theory: An update*. Academy of Management Briarcliff Manor, NY 10510.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206.
- Hartono, J. (2016). *Metodologi Penelitian Bisnis (Edisi 6)*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Hennessy, C. A., & Whited, T. M. (2005). Debt dynamics. *The Journal of Finance*, 60(3), 1129–1165.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822–839.
- Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93–110.
- IndoPremier. (2018). BEI: Likuiditas Pasar Saham Meningkatkan 2018. Retrieved from 28 Desember website:

https://www.indopremier.com/ipotnews/newsDetail.php?jdl=BEI_Likuiditas_Pasar_Saham_Meningkat_2018&news_id=99762&group_news=IPOTNEWS&news_date=&taging_subtype=MARKETOVERVIEW&name=&search=y_general&q=BEI&halaman=1

- Kaye, K., & Hamilton, S. (2004). Roles of trust in consulting to financial families. *Family Business Review*, 17(2), 151–163.
- Kim, Y. H. A. (2013). Self attribution bias of the CEO: Evidence from CEO interviews on CNBC. *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2472–2489.
- Koetin, E. . (2001). *Suatu Pedoman Investasi di Indonesia*. Jakarta: Pustaka Sinar Harapan.
- Lerner, J. S., & Keltner, D. (2001). Fear, anger, and risk. *Journal of Personality and Social Psychology*, 81(1), 146.
- Lestari, D. P., & Faisal, F. (2019). Hubungan Managerial Overconfidence, Kepemilikan Pemerintah dan Keputusan Pembiayaan Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 20(2), 72–86.
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*, 12(4), 611–644.
- Lubatkin, M. H., Ling, Y., & Schulze, W. S. (2007). An organizational justice-based view of self-control and agency costs in family firms. *Journal of Management Studies*, 44(6), 955–971.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649–659.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*, 23(2), 131–147.
- Moundigbaye, M., Rea, W. S., & Reed, W. R. (2018). Which panel data estimator should I use? A corrigendum and extension. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 12(2018–4), 1–31.
- Murhadi, W. R. (2018). Managerial overconfident and firm financing decision: an Indonesian case. *15th International Symposium on Management (INSYMA 2018)*. Atlantis Press.
- Myers, S.C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspective*, 15(2), 81–102.
- Myers, Stewart 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.

- Ningrum, D. A. (2018). 4 Perusahaan besar mendadak bangkrut, ini penyebabnya.
- Nofsinger, J. R. (2005). Social mood and financial economics. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(3), 144–160.
- Novitaningtyas, T. P., & Mudjiyanti, R. (2014). Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2013. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 12(2), 113–131.
- Nuridin, N. (2017). Tak Mampu Bayar Utang, Pabrik Jamu Nyonya Meneer Dinyatakan Pailit. Retrieved from 4 Agustus website: <https://ekonomi.kompas.com/read/2017/08/04/165429526/tak-mampu-bayar-utang-pabrik-jamu-nyonya-meneer-dinyatakan-pailit>
- Patzelt, H., Zu Knyphausen-Aufseß, D., & Nikol, P. (2008). Top management teams, business models, and performance of biotechnology ventures: An upper echelon perspective. *British Journal of Management*, 19(3), 205–221.
- Paul, J. J. (1996). Family business survival. *Blueprint for Business Success*, 16, 1–5.
- Pérez-González, F. (2006). Inherited control and firm performance. *American Economic Review*, 96(5), 1559–1588.
- Poza, E. J. (2007). *Family Business* (2nd ed.). Western: Thomson South.
- Price Waterhouse Cooper. (2016). *2016 Family Business Survey*.
- Price Waterhouse Cooper. (2018). *Family Business Survey Indonesia 2018*.
- Price Waterhouse Cooper. (2019). *22nd Annual Global CEO Survey: CEO's curbed confidence spells caution*. Retrieved from www.pwc.com/gx/en/ceo-agenda/ceosurvey/2019/id
- Raharjaputra, H. S. (2009). Buku Panduan Praktis Manajemen Keuangan dan Akuntansi untuk Eksekutif Perusahaan. *Jakarta.: Salemba Empat*.
- Rakhmayil, S., & Yuce, A. (2008). Effects of manager qualification on firm value. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 6(7).
- Rakhmayil, S., & Yuce, A. (2013). Executive qualification and firm value. *Journal of Applied Business and Economics*, 14(5), 52–70.
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2002). *Investment analysis and portfolio management*.
- Remiasa, M., & Wijaya, S. A. (2017). *Analisis Proses Suksesi Perusahaan Keluarga Studi pada PT Puterasean*.
- Sartono, A. (2012). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi, Edisi Empat*. BPFE: Yogyakarta.
- Schall, V., & Harley. (1992). *Financial Management*. New Jersey: Prantice Hall.
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251–273.

- Setyosari, P. (2010). *Metode penelitian pendidikan dan pengembangan*. Jakarta: Kencana.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., Pablo, A. L., & Chua, J. H. (2001). Determinants of initial satisfaction with the succession process in family firms: A conceptual model. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25(3), 17–36.
- Shenoy, C., & Koch, P. D. (1996). The firm's leverage-cash flow relationship. *Journal of Empirical Finance*, 2(4), 307–331.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2000). Structuring family business succession: An analysis of the future leader's decision making. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24(4), 25–39.
- Shyu, J. (2013). Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation: Evidence from Taiwanese group-affiliated firms. *Managerial Finance*, 39(4), 404–420.
- Simanjuntak, A. (2011). Prinsip-prinsip manajemen bisnis keluarga (family business) dikaitkan dengan kedudukan mandiri perseroan terbatas (PT). *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 12(2), 113–120.
- Sudana, I. M. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktik*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sulaiman, W. (2004). Analisis Regresi Menggunakan SPSS. In *Andi, Jogjakarta*.
- Susanto, A. B. (2005). *World class family business*. Mizan Pustaka.
- Susanto, A. B., Wiajanarko, H., Susanto, P., & Mertosono, S. (2007). *The Jakarta Consulting Group on Family Business*. Jakarta.
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., & Kweh, Q. L. (2015). Upper echelon theory revisited: The relationship between CEO personal characteristics and financial leverage decision. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 195, 686–694.
- Ting, I. W. K., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(2), 106–117.
- Wahjono, S. I., Mariana, A., Maro'ah, S., & W. (2018). *Pengantar Bisnis*. Kencana.
- Wei, J., Min, X., & Jiaying, Y. (2011). Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms: Analysis based on China's listed companies. *China Finance Review International*, 1(3), 262–279.
- Wong, Y., & Chen, L. (2018). Does the origin of a succession CEO matter in the market value of innovation? Disentangling the origin of internal CEOs.

Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne Des Sciences de l'Administration, 35(1), 136–145.

Zein, Z. (2016). Menengok Kembali Teori “Upper Echelon.” Retrieved from <https://www.lpp.ac.id/2016/02/menengok-kembali-teori-upper-echelon/>

Zhou, H. (2012). An Empirical Investigation of Capital Structure of Danish Family Firm. In D. Cumming (Ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* (1st Editio, pp. 175–191). New York: Oxford University Press.

LAMPIRAN

Lampiran 1 Sampel Data Perusahaan Keluarga

Kode	Nama Perusahaan	Sektor
ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
ADRO	ADARO ENERGY Tbk	Mining
AKPI	Argha Karya Prima Ind. Tbk	Basic Industry And Chemicals
AKRA	AKR Corporindo Tbk	Trade, Services & Investment
ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk	Basic Industry And Chemicals
APLI	Asiaplast Industries Tbk	Basic Industry And Chemicals
ARNA	Arwana Citramulia Tbk	Basic Industry And Chemicals
ARTA	Arthavest Tbk	Trade, Services & Investment
ARTI	Ratu Prabu Energi Tbk	Mining
BKDP	Bukit Darmo Property Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
BRAM	Indo Kordsa Tbk	Miscellaneous Industry
BRNA	Berlina Tbk	Basic Industry And Chemicals
BRPT	Barito Pacific Tbk	Basic Industry And Chemicals
BSDE	PT Bumi Serpong Damai Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
BTEK	Bumi Teknokultura Unggul Tbk	Consumer Goods Industry
BTON	Betonjaya Manunggal Tbk	Basic Industry And Chemicals
BYAN	Bayan Resources Tbk	Mining
CLPI	Colorpak Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
CTRA	Ciputra Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
CTTH	Citatah Tbk	Mining
DART	Duta Anggada Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
DILD	Intiland Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk	Basic Industry And Chemicals
DSFI	Dharma Samudera Fishing Ind. Tbk	Agriculture
DUTI	Duta Pertiwi Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk	Miscellaneous Industry
FAST	Fast Food Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk	Basic Industry And Chemicals
FORU	Fortune Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
GGRM	Gudang Garam Tbk	Consumer Goods Industry
GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
GZCO	Gozco Plantations Tbk	Agriculture
HMSP	HM Sampoerna Tbk	Consumer Goods Industry
IIKP	Inti Agri Resources Tbk	Consumer Goods Industry
INAI	Indal Aluminium Industry Tbk	Basic Industry And Chemicals
INCI	Intanwijaya Internasional Tbk	Basic Industry And Chemicals
INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	Consumer Goods Industry
INDR	Indorama Synthetics Tbk	Miscellaneous Industry

INDS	Indospring Tbk	Trade, Services & Investment
INTA	Intraco Penta Tbk	Trade, Services & Investment
ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	Mining
JECC	Jembo Cable Company Tbk	Miscellaneous Industry
JPFA	JAPFA Comfeed Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
KBLM	Kabelindo Murni Tbk	Miscellaneous Industry
KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk	Consumer Goods Industry
KICI	Kedaung Indah Can Tbk	Consumer Goods Industry
KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk	Mining
KLBF	Kalbe Farma Tbk	Consumer Goods Industry
KONI	Perdana Bangun Pusaka Tbk	Trade, Services & Investment
LION	Lion Metal Works Tbk	Basic Industry And Chemicals
LMAS	Limas Indonesia Makmur Tbk	Trade, Services & Investment
LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk	Consumer Goods Industry
LMSH	Lionmesh Prima Tbk	Basic Industry And Chemicals
LPCK	Lippo Cikarang Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk	Trade, Services & Investment
LPKR	Lippo Karawaci Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk	Agriculture
LTLS	PT Lautan Luas Tbk	Trade, Services & Investment
MAIN	Malindo Feedmill Tbk	Basic Industry And Chemicals
MAMI	Mas Murni Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	Mining
MLPL	Multipolar Tbk	Trade, Services & Investment
MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	Trade, Services & Investment
MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	Trade, Services & Investment
MRAT	Mustika Ratu Tbk	Consumer Goods Industry
MTDL	Metrodata Electronics Tbk	Trade, Services & Investment
MTSM	Metro Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
MYOH	Samindo Resources Tbk	Mining
MYOR	Mayora Indah Tbk	Consumer Goods Industry
PANR	Panorama Sentrawisata Tbk	Trade, Services & Investment
PBRX	Pan Brothers Tbk	Miscellaneous Industry
PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk	Mining
PLIN	Plaza Indonesia Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk	Consumer Goods Industry
PTSN	Sat Nusapersada Tbk	Miscellaneous Industry
PUDP	Pudjiadi Prestige Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
PWON	Pakuwon Jati Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
PYFA	Pyridam Farma Tbk	Miscellaneous Industry
RAJA	Rukun Raharja Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation

RAIS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	Trade, Services & Investment
RBMS	Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
RDTX	Roda Vivatex Tbk	Miscellaneous Industry
RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk	Miscellaneous Industry
RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk	Trade, Services & Investment
SCMA	Surya Citra Media Tbk	Trade, Services & Investment
SHID	Hotel Sahid Jaya Tbk	Trade, Services & Investment
SGRO	Sampoerna Agro Tbk	Agriculture
SMAR	SMART Tbk	Agriculture
SMDR	Samudera Indonesia Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
SMRA	PT Summarecon Agung Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
SMSM	Selamat Sempurna Tbk	Trade, Services & Investment
SRSN	Indo Acidatama Tbk	Basic Industry And Chemicals
SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
SSTM	Sunson Textile Manufacturer Tbk	Miscellaneous Industry
TCID	Mandom Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry
TGKA	Tigaraksa Satria Tbk	Trade, Services & Investment
TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk	Agriculture
TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	Basic Industry And Chemicals
TMAS	Pelayaran Tempuran Emas Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
TOTL	Total Bangun Persada Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
TPIA	PT Chandra Asri Petrochemical Tbk	Basic Industry And Chemicals
TRAM	Trada Alam Minera Tbk.	Infrastructure, Utilities And Transportation
TURI	Tunas Ridean Tbk	Trade, Services & Investment
ULTJ	Ultra Jaya Milk Industry Tbk	Consumer Goods Industry
UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry
UNTR	United Tractors Tbk	Trade, Services & Investment
VOKS	Voksel Electric Tbk	Miscellaneous Industry
WEHA	PT WEHA Transportasi Indonesia Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
WICO	Wicaksana Overseas International Tbk	Trade, Services & Investment

Lampiran 2 Data Penelitian

bit.ly/datapenelitianRobica

Lampiran 3 Hasil Uji Model BLEV (Uji Chow)

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =    1130
Group variable: id                       Number of groups =     113

R-sq:  within = 0.0504                   Obs per group:  min =     10
        between = 0.0216                  avg           =    10.0
        overall = 0.0254                  max           =     10

corr(u_i, Xb) = -0.2296                  F(11,1006)     =     4.85
                                                Prob > F       =     0.0000
    
```

BLEV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LS	-.1611431	1.544112	-0.10	0.917	-3.191192	2.868906
SC	-.0010071	.0247267	-0.04	0.968	-.049529	.0475147
GEN	-.0139331	.0293296	-0.48	0.635	-.0714874	.0436212
EXP	.049304	.0228679	2.16	0.031	.0044297	.0941784
EDU	-.0220726	.008743	-2.52	0.012	-.0392291	-.004916
PERF	-.0015821	.0019352	-0.82	0.414	-.0053797	.0022154
AGE	-.001119	.0008085	-1.38	0.167	-.0027055	.0004676
SIZE	.0318889	.0102471	3.11	0.002	.0117808	.0519971
PROF	-.1106704	.0378263	-2.93	0.004	-.1848978	-.036443
TANG	.01276	.0177018	0.72	0.471	-.0219768	.0474967
GROW	.0071961	.0014126	5.09	0.000	.0044241	.0099681
_cons	-.3168883	.2828892	-1.12	0.263	-.8720088	.2382323
sigma_u	.18700096					
sigma_e	.1323635					
rho	.66621682	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(112, 1006) =    17.23      Prob > F = 0.0000
    
```

Lampiran 4 Hasil Uji Model MLEV (Uji Chow)

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =   1130
Group variable: id                       Number of groups =   113

R-sq:  within = 0.0836                   Obs per group:  min =   10
        between = 0.1311                                     avg =   10.0
        overall = 0.1124                                     max =   10

corr(u_i, Xb) = 0.1044                    F(11,1006)     =    8.34
                                                Prob > F       =    0.0000
  
```

MLEV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LS	-7.610013	1.858512	-4.09	0.000	-11.25702	-3.963009
SC	.0284865	.0297614	0.96	0.339	-.029915	.086888
GEN	.0095386	.0353015	0.27	0.787	-.0597344	.0788116
EXP	.038804	.0275241	1.41	0.159	-.0152073	.0928153
EDU	.0036382	.0105231	0.35	0.730	-.0170116	.024288
PERF	.00025	.0023293	0.11	0.915	-.0043208	.0048208
AGE	.0007192	.0009731	0.74	0.460	-.0011904	.0026287
SIZE	.0152153	.0123335	1.23	0.218	-.0089871	.0394177
PROF	-.2255519	.0455282	-4.95	0.000	-.314893	-.1362109
TANG	.027937	.0213062	1.31	0.190	-.0138726	.0697466
GROW	-.0061538	.0017002	-3.62	0.000	-.0094903	-.0028174
_cons	-.0462356	.3404889	-0.14	0.892	-.7143856	.6219143
sigma_u	.2253523					
sigma_e	.15931435					
rho	.66676092	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(112, 1006) =   16.08      Prob > F = 0.0000
  
```

Lampiran 5 Hasil Uji Model BLEV (Uji Hausman)

	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	
LS	-.1611431	.0421799	-.203323	.2917039
SC	-.0010071	-.0050883	.0040812	.0104231
GEN	-.0139331	.0058716	-.0198047	.0106511
EXP	.049304	.0296009	.0197031	.0114596
EDU	-.0220726	-.0162123	-.0058603	.0035898
PERF	-.0015821	-.0017681	.0001859	.0002452
AGE	-.001119	-.0009939	-.0001251	.0003223
SIZE	.0318889	.0281111	.0037779	.0071161
PROF	-.1106704	-.12732	.0166496	.0068726
TANG	.01276	.0128002	-.0000402	.0036497
GROW	.0071961	.0060126	.0011835	.000526

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(11) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 28.56
 Prob>chi2 = 0.0027

Lampiran 6 Hasil Uji Model MLEV (Uji Hausman)

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
LS	-7.610013	-7.605608	-.0044051	.3120728
SC	.0284865	.0099175	.018569	.0128498
GEN	.0095386	.0273293	-.0177907	.0130513
EXP	.038804	.0223358	.0164682	.0142281
EDU	.0036382	.0071086	-.0034703	.0044341
PERF	.00025	-.0004815	.0007315	.0001998
AGE	.0007192	.0005345	.0001847	.0003956
SIZE	.0152153	.0029467	.0122687	.0087853
PROF	-.2255519	-.2609991	.0354472	.0074325
TANG	.027937	.0304544	-.0025174	.004127
GROW	-.0061538	-.0080361	.0018823	.0006467

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(11) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 55.11
 Prob>chi2 = 0.0000
 (V_b-V_B is not positive definite)

Lampiran 7 Hasil Uji Multikolinearitas

	LS	SC	GEN	EXP	EDU	PERF	AGE	SIZE	PROF	TANG	GROW
LS	1.0000										
SC	-0.0610	1.0000									
GEN	0.0866	-0.0845	1.0000								
EXP	0.0129	0.0220	0.1162	1.0000							
EDU	0.0638	0.1379	-0.0316	0.0205	1.0000						
PERF	-0.0045	-0.0193	0.0126	0.0278	0.0605	1.0000					
AGE	-0.0421	-0.0714	0.1264	0.0036	-0.2491	-0.0372	1.0000				
SIZE	-0.1424	0.0431	0.1046	0.2477	0.1167	0.0440	0.0146	1.0000			
PROF	-0.0696	0.0059	0.0660	-0.0350	0.1159	0.0099	-0.0304	0.1596	1.0000		
TANG	-0.0454	0.0181	-0.0793	-0.0586	-0.0932	-0.0274	-0.0392	-0.0487	0.0344	1.0000	
GROW	-0.0452	-0.0294	-0.0650	0.0465	0.1277	0.0222	-0.1135	0.1404	0.4572	0.0440	1.0000

Lampiran 8 Hasil Uji Heteroskedastisitas BLEV

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (113) = 1.1e+05
Prob>chi2 = 0.0000

Lampiran 9 Hasil Uji Heteroskedastisitas MLEV

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (113) = 2.1e+05
Prob>chi2 = 0.0000

Lampiran 10 Hasil Uji Autokorelasi

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 112) = 1108.617
Prob > F = 0.0000

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 112) = 7.189
Prob > F = 0.0084

Lampiran 11 Hasil Regresi Data Panel BLEV (Fixed Effect Model)

```

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =    1130
Group variable: id                          Number of groups =    113

R-sq:  within = 0.0504                      Obs per group:  min =    10
        between = 0.0216                      avg           =   10.0
        overall = 0.0254                      max           =    10

corr(u_i, Xb) = -0.2296                      F(11,1006)      =    4.85
                                                Prob > F        =    0.0000
    
```

BLEV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LS	-.1611431	1.544112	-0.10	0.917	-3.191192	2.868906
SC	-.0010071	.0247267	-0.04	0.968	-.049529	.0475147
GEN	-.0139331	.0293296	-0.48	0.635	-.0714874	.0436212
EXP	.049304	.0228679	2.16	0.031	.0044297	.0941784
EDU	-.0220726	.008743	-2.52	0.012	-.0392291	-.004916
PERF	-.0015821	.0019352	-0.82	0.414	-.0053797	.0022154
AGE	-.001119	.0008085	-1.38	0.167	-.0027055	.0004676
SIZE	.0318889	.0102471	3.11	0.002	.0117808	.0519971
PROF	-.1106704	.0378263	-2.93	0.004	-.1848978	-.036443
TANG	.01276	.0177018	0.72	0.471	-.0219768	.0474967
GROW	.0071961	.0014126	5.09	0.000	.0044241	.0099681
_cons	-.3168883	.2828892	-1.12	0.263	-.8720088	.2382323
sigma_u	.18700096					
sigma_e	.1323635					
rho	.66621682	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(112, 1006) =    17.23      Prob > F = 0.0000
    
```

Lampiran 12 Hasil Regresi Data Panel MLEV (Fixed Effect Model)

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =    1130
Group variable: id                       Number of groups =     113

R-sq:  within = 0.0836                   Obs per group:  min =     10
        between = 0.1311                                     avg  =    10.0
        overall = 0.1124                                     max  =     10

                                           F(11,1006)      =     8.34
corr(u_i, Xb) = 0.1044                     Prob > F        =     0.0000
  
```

MLEV	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LS	-7.610013	1.858512	-4.09	0.000	-11.25702	-3.963009
SC	.0284865	.0297614	0.96	0.339	-.029915	.086888
GEN	.0095386	.0353015	0.27	0.787	-.0597344	.0788116
EXP	.038804	.0275241	1.41	0.159	-.0152073	.0928153
EDU	.0036382	.0105231	0.35	0.730	-.0170116	.024288
PERF	.00025	.0023293	0.11	0.915	-.0043208	.0048208
AGE	.0007192	.0009731	0.74	0.460	-.0011904	.0026287
SIZE	.0152153	.0123335	1.23	0.218	-.0089871	.0394177
PROF	-.2255519	.0455282	-4.95	0.000	-.314893	-.1362109
TANG	.027937	.0213062	1.31	0.190	-.0138726	.0697466
GROW	-.0061538	.0017002	-3.62	0.000	-.0094903	-.0028174
_cons	-.0462356	.3404889	-0.14	0.892	-.7143856	.6219143
sigma_u	.2253523					
sigma_e	.15931435					
rho	.66676092	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(112, 1006) =    16.08      Prob > F = 0.0000
  
```

Lampiran 13 Hasil Regresi Data Panel BLEV (Random Effect Model)

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =   1130
Group variable: id                     Number of groups =   113

R-sq:  within = 0.0483                  Obs per group:  min =    10
      between = 0.0341                      avg =   10.0
      overall = 0.0354                      max =    10

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(11)   =   51.56
                                           Prob > chi2     =   0.0000
    
```

BLEV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LS	.0421799	1.516308	0.03	0.978	-2.929729	3.014089
SC	-.0050883	.0224225	-0.23	0.820	-.0490357	.0388591
GEN	.0058716	.0273273	0.21	0.830	-.0476889	.0594321
EXP	.0296009	.0197894	1.50	0.135	-.0091856	.0683874
EDU	-.0162123	.007972	-2.03	0.042	-.0318371	-.0005874
PERF	-.0017681	.0019196	-0.92	0.357	-.0055305	.0019944
AGE	-.0009939	.0007415	-1.34	0.180	-.0024471	.0004594
SIZE	.0281111	.0073732	3.81	0.000	.0136598	.0425623
PROF	-.12732	.0371967	-3.42	0.001	-.2002242	-.0544158
TANG	.0128002	.0173215	0.74	0.460	-.0211494	.0467497
GROW	.0060126	.001311	4.59	0.000	.003443	.0085822
_cons	-.2433902	.2070005	-1.18	0.240	-.6491037	.1623233
sigma_u	.170103					
sigma_e	.1323635					
rho	.62285977	(fraction of variance due to u_i)				

Lampiran 14 Hasil Regresi Data Panel MLEV (Random Effect Model)

```

Random-effects GLS regression                    Number of obs   =    1130
Group variable: id                             Number of groups =    113

R-sq:  within = 0.0796                          Obs per group: min =    10
        between = 0.2535                          avg =    10.0
        overall = 0.1814                          max =    10

                                                Wald chi2(11)   =    115.57
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                       Prob > chi2     =    0.0000
    
```

MLEV	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LS	-7.605608	1.832124	-4.15	0.000	-11.1965	-4.014712
SC	.0099175	.0268444	0.37	0.712	-.0426966	.0625316
GEN	.0273293	.0328003	0.83	0.405	-.0369581	.0916167
EXP	.0223358	.0235614	0.95	0.343	-.0238436	.0685153
EDU	.0071086	.0095433	0.74	0.456	-.011596	.0258131
PERF	-.0004815	.0023207	-0.21	0.836	-.0050299	.004067
AGE	.0005345	.0008891	0.60	0.548	-.001208	.0022771
SIZE	.0029467	.0086564	0.34	0.734	-.0140196	.019913
PROF	-.2609991	.0449174	-5.81	0.000	-.3490356	-.1729627
TANG	.0304544	.0209026	1.46	0.145	-.010514	.0714228
GROW	-.0080361	.0015725	-5.11	0.000	-.0111181	-.0049542
_cons	.3007821	.2433533	1.24	0.216	-.1761817	.7777458
sigma_u	.19157923					
sigma_e	.15931435					
rho	.59117969	(fraction of variance due to u_i)				

Lampiran 15 Hasil Regresi Data Panel BLEV (Estimator PCSE)

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:  id                Number of obs   =   1130
Time variable:  Tahun              Number of groups =   113
Panels:         correlated (balanced)  Obs per group: min =    10
Autocorrelation: no autocorrelation          avg =    10
                                                max =    10

Estimated covariances   =   6441      R-squared        =   0.0840
Estimated autocorrelations =   0      Wald chi2(11)    =  420.40
Estimated coefficients   =   12      Prob > chi2      =   0.0000
    
```

BLEV	Panel-corrected					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LS	3.184312	1.993642	1.60	0.110	-.7231545	7.091779
SC	-.0297569	.0090977	-3.27	0.001	-.047588	-.0119258
GEN	.0968857	.0231519	4.18	0.000	.051509	.1422625
EXP	-.0226391	.0098713	-2.29	0.022	-.0419865	-.0032918
EDU	.0057123	.004887	1.17	0.242	-.0038661	.0152907
PERF	-.0030103	.0012733	-2.36	0.018	-.005506	-.0005146
AGE	-.0007142	.0005756	-1.24	0.215	-.0018424	.000414
SIZE	.0282334	.0027512	10.26	0.000	.0228412	.0336257
PROF	-.3021272	.0686159	-4.40	0.000	-.436612	-.1676425
TANG	.0361647	.0179406	2.02	0.044	.0010017	.0713277
GROW	.0031461	.0009045	3.48	0.001	.0013732	.0049189
_cons	-.3984829	.1037478	-3.84	0.000	-.6018248	-.1951411

Lampiran 16 Hasil Regresi Data Panel MLEV (Estimator PCSE)

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:   id                Number of obs   =    1130
Time variable:   Tahun              Number of groups =    113
Panels:          correlated (balanced)  Obs per group: min =    10
Autocorrelation: no autocorrelation    avg =    10
                                                max =    10

Estimated covariances   =    6441      R-squared       =    0.2268
Estimated autocorrelations =    0      Wald chi2(11)   =    282.34
Estimated coefficients   =    12       Prob > chi2     =    0.0000
  
```

MLEV	Panel-corrected					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	z	P> z			
LS	-3.499671	2.975739	-1.18	0.240	-9.332012	2.332669	
SC	-.0633463	.0149955	-4.22	0.000	-.0927369	-.0339557	
GEN	.1298617	.0281456	4.61	0.000	.0746973	.1850261	
EXP	-.0215272	.0149667	-1.44	0.150	-.0508613	.007807	
EDU	.0189336	.0049615	3.82	0.000	.0092092	.028658	
PERF	-.0029952	.00128	-2.34	0.019	-.0055039	-.0004865	
AGE	-.0008573	.0005432	-1.58	0.115	-.001922	.0002074	
SIZE	-.0029657	.0033422	-0.89	0.375	-.0095164	.0035849	
PROF	-.5324091	.0898288	-5.93	0.000	-.7084704	-.3563478	
TANG	.0773959	.0269569	2.87	0.004	.0245613	.1302305	
GROW	-.0117711	.0017304	-6.80	0.000	-.0151627	-.0083795	
_cons	.444005	.0990015	4.48	0.000	.2499655	.6380444	

BIODATA PENULIS



Robica Wildan Nurisnaini lahir di Malang, 12 Oktober 1998. Penulis menyelesaikan pendidikan formal di SD Negeri Gondanglegi Kulon 01, MTs Negeri Malang 3, dan SMA Negeri 1 Kepanjen, sebelumnya akhirnya melanjutkan pendidikan S1 di Departemen Manajemen Bisnis, Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya dan mengambil konsentrasi pada bidang Manajemen Keuangan. Selama perkuliahan, penulis bergabung dalam organisasi dalam lingkup Departemen Manajemen Bisnis. Penulis pernah menjadi *staff* Pengembangan Sumber Daya Mahasiswa dalam himpunan mahasiswa departemen (*Business Management Student Association*) periode 2017/2018. Kemudian, penulis kembali bergabung dalam himpunan mahasiswa departemen *Business Management Student Association* dan menjadi sekretaris Divisi Pengembangan Sumber Daya Mahasiswa periode 2018/2019. Pada tahun 2018, penulis melakukan kegiatan magang pada PT Pindad Persero, Turen, Malang dan ditempatkan di Divisi Keuangan, serta mengambil topik manajemen asset perusahaan. Pada tahun 2019, penulis kembali kembali berkesempatan untuk melakukan Kerja Praktik pada PT Telekomunikasi Indonesia Witel Surabaya Selatan dan ditempatkan di Divisi Business, Government, and Enterprise Services, serta mengambil topik mengenai manajemen strategi bagi klien perusahaan tempat KP dilaksanakan.

Penulis mendapatkan banyak pengalaman dan pembelajaran selama menempuh pendidikan dan bergabung dalam berbagai kegiatan kepanitiaan dan keorganisasian, yang diharapkan dapat bermanfaat bagi tahapan selanjutnya. Penulis memiliki ketertarikan pada bidang keuangan, khususnya *behavioural finance* dan berharap dapat berkarya serta memberikan manfaat bagi orang lain. Penulis terbuka untuk berdiskusi mengenai berbagai hal dan dapat dihubungi melalui robica.wildan@gmail.com.