

Peran Struktur Modal sebagai Variabel Mediasi pada Pengaruh Corporate Governance dan Karakteristik CEO terhadap Kinerja Perusahaan

Hersugondo Hersugondo*, Aditya Aliyuna

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Moeliono S. Trastotenojo, Tembalang, Semarang, 50275, Indonesia

Article info

Keywords:

Economic performance, Environmental accounting disclosure, Environmental management accounting, and Green process innovation.

Kata Kunci:

Corporate Governance, Karakteristik CEO, Struktur Modal, Kinerja Perusahaan.

ISSN (print): 2598-7763

ISSN (online): 2598-7771

Abstract

This study aims to determine the direct effect between corporate governance (CG) and CEO characteristics on firm performance or through capital structure as a mediating variable. This research uses secondary data which consists of a population listed companies Indonesian Stock Exchange from 2017-2022. Purposive sampling method is used in this research, obtaining 241 data. The data were analyzed using Structural Equation Modeling (SEM). The results show that CG has a positive effect on firm performance, while CEO characteristics have no direct effect on firm performance. CG has a positive impact on capital structure as measured by debt to assets ratio (DAR) and debt to equity ratio (DER), while CEO characteristics such as age and tenure have a negative impact on capital structure. Capital structure has a negative impact on firm performance. Capital structure is also able to mediate the impact of CG on firm performance, although it is an inconsistent form of partial mediation. Capital structure has been shown to fully mediate the effect of CEO characteristics on firm performance.

Citation: Hersugondo, H., dan Aliyuna, A. (2024). Peran Struktur Modal sebagai Variabel Mediasi pada Pengaruh Corporate Governance dan Karakteristik CEO terhadap Kinerja Perusahaan. *AFRE Accounting and Financial Review*, 7(1): 88-106

Abstraks

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh langsung antara Corporate Governance (CG) dan Karakteristik CEO terhadap kinerja perusahaan maupun melalui struktur modal sebagai variabel mediasi. Data yang digunakan merupakan data sekunder, dengan populasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2017-2022. Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling, jumlah sampel 241 perusahaan. Teknik analisis data menggunakan metode Structural Equation Model (SEM). Hasil penelitian menunjukkan CG berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, sedangkan karakteristik CEO tidak memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. CG berpengaruh positif terhadap struktur modal yang diukur dengan debt to assets (DAR) dan debt to equity (DER), sedangkan karakteristik CEO seperti usia dan masa jabatan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Struktur modal mampu memediasi pengaruh CG terhadap kinerja perusahaan dengan bentuk inkonsisten mediasi parsial. Struktur modal dalam memediasi pengaruh karakteristik CEO terhadap kinerja perusahaan terbukti mampu memediasi secara penuh.

✉ Corresponding Author:

Hersugondo Hersugondo:

Tel./Fax. No. -

hersugondo@lecturer.undip.ac.id

JEL Classification: G32, G35, M41.

DOI: <https://doi.org/10.26905/afr.v7i1.12422>

1. Pendahuluan

Pada awal 2020, Covid-19 telah menciptakan disrupsi dan menggeser berbagai tatanan ke-

hidupan sebelumnya. Pandemi ini memberikan dampak yang cukup besar bagi kegiatan perekonomian di dunia, khususnya bagi perusahaan. Meskipun demikian, secara tidak langsung,

pandemi dapat menjadi refleksi untuk melihat kembali pentingnya keberlangsungan suatu bisnis, yaitu bahwa perusahaan perlu memperhatikan *stakeholders*, baik internal maupun eksternal yang terkena dampak, mulai dari pemegang saham, pegawai, hingga konsumen akhir (Kaftan et al., 2023; Verhoef et al., 2023; and Schwartz & Kay, 2023).

Krisis dari Covid-19 telah menciptakan realitas baru yang kompleks serta berbagai tekanan dan tuntutan terhadap dewan dari berbagai kelompok kepentingan sebagai bentuk perubahan situasi yang baru (Paine, 2020; Anggun, 2022; dan Tarighi et al., 2023). Keberlangsungan suatu bisnis diperlukan di saat adanya hal-hal yang tidak terduga, seperti pandemi atau munculnya berbagai krisis di suatu negara. Beberapa keruntuhan perusahaan besar, seperti Enron dan Worldcom pada tahun 2002, krisis keuangan global (*Global Financial Crisis*) tahun 2008, dan krisis akibat Covid-19 pada tahun 2020 menjadi pemicu kembali akan pentingnya praktik *Good Corporate Governance* (GCG) (Willy, 2021; Musa et al., 2022; Csedó et al., 2022; Wiczorek-Kosmala & Henschel, 2022; dan Meilani et al., 2023).

Salah satu penyebab dari praktik yang kurang baik dari *corporate governance*, yaitu ketika perusahaan memiliki banyak utang atau tingkat utang jangka pendek yang tinggi tanpa melihat risiko dan tujuan utang tersebut. Krisis keuangan Asia tahun 1997 dan krisis keuangan global tahun 2007 merupakan dua contoh utama dari krisis keuangan yang dapat dikatakan sebagai dampak buruk dari keputusan pendanaan perusahaan (Detthamrong et al., 2017). Krisis yang telah terjadi ini dapat dijadikan pelajaran dan dorongan bagi setiap perusahaan untuk meningkatkan tata kelola perusahaan (Zattoni & Pugliese, 2021; Sivaprasad & Mathew, 2021; Koutoupis et al., 2021; Jebran & Chen, 2023; Tarighi et al., 2023; and Boshnak et al., 2023)

Penerapan GCG dapat dilakukan untuk meminimalisasi atau mengatasi masalah seperti keagenan dalam perusahaan yang dapat menyebabkan buruknya kinerja perusahaan. Terdapat banyak penelitian terdahulu yang berbicara terkait hubungan antara GCG dengan kinerja perusahaan. Arora & Sharma, (2016) ROE dan profitabilitas tidak berhubungan dengan indikator *corporate governance*. Shao (2019) juga menemukan bahwa struktur CG di China tidak memiliki hubungan antara ukuran dewan (termasuk direktur independen) dengan kinerja perusahaan. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Malik &

Makhdoom, (2016) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif yang kuat antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan.

Dalam kaitannya akan *corporate governance* dan kinerja perusahaan, seorang eksekutif puncak atau *chief executive officer* (CEO) juga memiliki peran penting dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan. Strategis perusahaan tentunya bertujuan untuk menghasilkan kinerja keuangan yang baik sehingga dibutuhkan seorang CEO yang memiliki kapabilitas dalam menjalankan perusahaan. Terdapat beberapa aspek karakteristik yang menjadi penentu utama bagi karakteristik seorang pejabat puncak, yaitu latar belakang pendidikan, usia, dan pengalaman kerja (Habrick dan Mason, 1984; Oradi et al., 2020; Ghardallou, 2022; and Singh et al., 2023). Hambrick (2007) menambahkan kembali bahwa pengalaman, nilai, dan kepribadian CEO dapat memengaruhi pilihan strategis mereka. Hal ini menunjukkan bahwa karakteristik seorang CEO dapat memengaruhi kinerja perusahaan (Amran et al., 2014; María & Isabel, 2019; dan Mihail et al., 2022). Di sisi lain, Nelson (2005) menyimpulkan bahwa tidak ditemukannya hubungan antara komponen karakteristik CEO, yaitu, umur CEO, masa jabatan, dan kompensasi terhadap kinerja perusahaan. Temuan penelitian Sari et al. (2023); dan Wijaya et al. (2024) narsisme CEO dan pendidikan CEO tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Beberapa temuan penelitian menunjukkan temuan yang beragam dalam menjelaskan karakteristik CEO yang berbeda dari pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan ada inkonsistensi temuan penelitian. Nadkarni dan Herrmann (2010); Nguyen et al. (2018); Liu & Jiang (2020); and Nguyen et al. (2023) menyatakan bahwa masa jabatan CEO berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Sementara itu, McClelland et al., (2010); (Diks et al., 2016) menyimpulkan bahwa komponen karakteristik CEO seperti masa jabatan CEO memiliki hubungan yang positif terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, Peni (2012) juga menyatakan bahwa komponen karakteristik CEO, seperti perbedaan berbasis gender, usia, serta pengalaman dan kualitas CEO berhubungan positif terhadap kinerja perusahaan.

Diketahui bahwa krisis keuangan Asia tahun 1997 dan krisis keuangan global tahun 2007 merupakan dua contoh utama dari krisis keuangan yang dapat dikatakan sebagai dampak buruk dari keputusan pendanaan perusahaan

(Detthamrong *et al.*, 2017). Dengan demikian, dibutuhkan suatu mekanisme untuk membangun ketahanan (*resilience*) bagi perusahaan dalam memutuskan pendanaan terkait tujuan keberlangsungan suatu bisnis. Beberapa langkah penting membangun ketahanan suatu perusahaan menurut Carmody (2020), yaitu dapat menguji struktur modal dan arus kas dengan menggunakan berbagai skenario serta melakukan pendekatan disiplin dalam mengelola aset dan kewajiban atau utang.

Di satu sisi, dalam perusahaan modern saat ini, penggunaan utang merupakan salah satu keputusan strategis untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Menurut Barton dan Gordon (1988) pilihan manajerial memiliki keterkaitan dengan keputusan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Hal ini dapat memicu sensitivitas terhadap keputusan manajerial yang dapat berbeda relevansinya dengan pemegang saham sehingga dapat memunculkan *agency problem*. *Corporate governance* berkaitan dengan masalah keagenan karena pemisahan agen, seperti manajer dan pemegang saham. Menurut Detthamrong *et al.*, (2017) *corporate governance* merupakan alat penting dalam mengurangi konflik antaragen dan diasumsikan memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Penetapan tingkat utang perusahaan dipengaruhi oleh fitur unik perusahaan dan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Chang *et al.*, 2014; Liao *et al.*, 2015; Sun *et al.*, 2016; Kieschnick & Moussawi, 2018); dan Nguyen *et al.* 2023).

Javaid, Nazir & Fatima (2021) menyatakan bahwa ukuran dewan direksi, komposisi dewan direksi, dualitas CEO/Chair, serta kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh langsung yang signifikan secara statistik terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Namun, Siromi & Chandrapala, (2017) menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan dari atribut *corporate governance* terhadap struktur modal.

Dalam kaitannya *corporate governance* dan struktur modal, seorang eksekutif puncak atau *chief executive officer* (CEO) juga memiliki peran penting dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan, yaitu salah satunya keputusan pendanaan perusahaan. Beberapa literatur yang berkembang berupaya memahami terkait kepribadian CEO yang dapat memengaruhi perilaku perusahaan yang dipimpin salah satu contohnya dalam penelitian (Lartey *et al.*, 2020). Matemilola

et al., (2018) menemukan bahwa pengalaman seorang CEO berhubungan positif dengan struktur modal. Matemilola *et al.*, (2018) menjelaskan bahwa pengalaman seorang CEO merupakan faktor penentu potensial dari struktur modal perusahaan dan CEO yang berpengalaman dapat memaksimalkan manfaat dari perlindungan pajak oleh bunga utang. Selain itu, seiring dengan bertambahnya usia, CEO juga cenderung memiliki lebih banyak pengalaman, kemampuan manajemen risiko yang lebih baik, dan naluri bisnis untuk mengambil keputusan pembiayaan utang; hasil menunjukkan hubungan positif antara usia CEO dengan struktur modal (Galappaththige dan Vindula, 2022; dan (De Silva & Yatiwella, 2022). Namun, temuan penelitian Kusumasari (2018); dan Liu & Jiang (2020) menunjukkan bahwa usia CEO tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Wen *et al.*, (2002) menemukan bahwa terdapat tingkat *leverage* yang lebih rendah ketika persentase direktur luar di jajaran dewan lebih tinggi atau masa jabatan CEO yang lebih lama. Hal tersebut sejalan dengan Berger, Ofek & Yermack (1997) yang juga mengindikasikan bahwa *leverage* lebih rendah ketika CEO memiliki masa jabatan yang lebih lama. Karakteristik CEO meliputi jenis kelamin, umur, dan pengalaman fungsional yang semuanya cukup sering disebut sebagai karakteristik CEO yang penting untuk keputusan perusahaan (Li *et al.*, 2017). Menurut Jiraporn *et al.*, (2012) CEO memainkan peran yang lebih dominan di antara eksekutif puncak; perusahaan mengadopsi *leverage* yang jauh lebih rendah ketika CEO lebih berkuasa; serta perubahan struktur modal terhadap kinerja perusahaan lebih negatif bagi perusahaan dengan CEO yang lebih berkuasa dan hal tersebut menunjukkan bahwa dominasi CEO yang kuat tampaknya memperburuk biaya agensi sehingga dapat merugikan nilai perusahaan. Namun demikian, Frank & Goyal (2007) menemukan bahwa karakteristik pribadi CEO tidak terkait erat dengan pilihan *leverage* perusahaan.

Penelitian terkait struktur modal telah banyak dilakukan, Al-Qudah (2017) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara struktur modal (*debt ratio*) dengan kinerja keuangan; hampir 31% dari perubahan yang terjadi pada profitabilitas akibat dari struktur modal. Aktan *et al.*, (2018) menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi serta konsentrasi kepemilikan dan reputasi auditor berpengaruh positif terhadap *return on assets* (ROA) perusahaan. Sementara itu,

Le & Phan (2017) berkesimpulan sebaliknya, yaitu seluruh rasio utang yang meliputi utang jangka panjang, utang jangka pendek, dan total utang (baik di buku maupun di *market value*) memiliki hubungan negatif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan yang dihitung dengan ROA, ROE, dan Tobins'Q. Temuan Mujwahuzil & Mbogo (2020) menunjukkan bahwa indikator struktur modal memiliki pengaruh yang lemah dan tidak signifikan secara statistik terhadap ukuran profitabilitas bisnis. Selain itu, Buallay, Hamdan & Zureigat (2017) juga menjelaskan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan terkait penerapan *corporate governance* terhadap kinerja operasional dan keuangan perusahaan. Berdasarkan penelitian terkait dengan struktur modal, *corporate governance*, karakteristik CEO terhadap Kinerja Perusahaan telah banyak dilakukan, namun temuan penelitian menunjukkan belum konsisten. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh langsung antara *Corporate Governance* dan Karakteristik CEO terhadap kinerja perusahaan maupun melalui struktur modal sebagai variabel mediasi.

2. Pengembangan Hipotesis

Dalam menjalankan suatu perusahaan yang bertujuan untuk meningkatkan nilai para pemegang saham dan pihak-pihak yang berkepentingan, *corporate governance* merupakan struktur dan suatu proses yang penting bagi perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Pillai & Al-Malkawi (2018) menunjukkan bahwa variabel *corporate governance* seperti kepemilikan saham pemerintah, jenis audit, ukuran dewan, dan *leverage* secara signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan di *Gulf Cooperative Council*. Selanjutnya Buachoom (2018) membuktikan bahwa ukuran dewan secara positif berhubungan dengan kinerja perusahaan. Hal ini mendukung kekuatan dewan dalam pengaturan perusahaan untuk menentukan kinerja keuangan perusahaan dan mengurangi biaya agensi.

Erena *et al.*, (2021) memaparkan bahwa mekanisme *corporate governance* seperti peran pemegang saham, *board of directors' independence* (BDI), dan *disclosure and transparency* memiliki hubungan positif yang signifikan dengan sebagian besar konstruk kinerja keuangan dan non-keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa independensi dewan menegaskan pandangan umum teori agensi, yaitu dewan luar yang lebih tinggi pada suatu jajaran akan berkinerja lebih baik

dalam pengambilan keputusan dan meningkatkan kinerja dibandingkan dengan proporsi dewan luar yang lebih rendah.

Temuan Penelitian yang dilakukan oleh Azeez (2015), Buallay *et al.*, (2017), dan Shao (2019) menemukan bukti empiris bahwa *corporate governance* dalam beberapa proksi yang umum digunakan dalam pengukuran tata kelola suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Dengan berpedoman pada independensi suatu dewan, khususnya memiliki dewan independen dari luar perusahaan, Christensen *et al.*, (2010) menunjukkan terdapat dampak yang berlawanan terhadap ROA dan Tobins'q. Chaghadari & Chaleshtori, (2011) menyebutkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara independensi dewan, ukuran dewan dan struktur kepemilikan sebagai variabel independen serta kinerja perusahaan sebagai variabel dependen.

H₁: *Corporate governance* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Karakteristik CEO dapat memberikan sinyal informasi kepada investor, calon investor, penjamin emisi, dan perantara keuangan perusahaan mengenai nilai perusahaan (Zimmerman (2008; Aboramadan, 2020; dan Bafera & Kleinert, 2023). CEO dari sebuah perusahaan perlu memiliki sebuah kepemimpinan yang kritis yang mencakup kemampuan dalam menempatkan kebutuhan, masalah, dan kekhawatiran orang-orang mereka di atas kebutuhan mereka sendiri (Shen, 2019). Lebih lanjut, CEO juga memberikan *social capital* serta dan legitimasi yang kemudian memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Peni (2012) menyebutkan karakteristik CEO terdiri dari usia, pengalaman, kesibukan, kualitas, dan gender. Herrmann & Datta (2002) menyatakan konsep *experienced* seorang CEO dengan melibatkan pengalaman hidup (*age*), pengalaman perusahaan (*tenure*) dan pengalaman fungsional.

Penelitian yang dilakukan oleh Emestine & Setyaningrum (2019) menemukan bukti empiris yang menunjukkan bahwa CEO karakteristik berdasarkan usia dan masa jabatannya memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan pengukuran Tobins'q. Masa jabatan yang lebih lama dan usia yang lebih tua ini dianggap sebagai suatu hal yang baik dalam hal kematangan, misalnya CEO yang berada lebih lama di perusahaan akan lebih dipercaya oleh investor, sedangkan umur yang lebih tua mencerminkan pengalaman kerja yang

lebih luas, baik dari dalam maupun luar perusahaan. Altarawneh *et al.*, (2020) juga menjelaskan masa jabatan seorang CEO menunjukkan pengalaman dan kemampuan terkait model akuntansi serta mencegah perilaku yang tidak biasa.

H₂: Karakteristik CEO berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Penelitian Sheikh & Wang (2012) membuktikan ukuran dewan secara statistik signifikan dan berhubungan positif dengan *total debt ratio* dan *long-term debt ratio*. Perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih besar dianggap memiliki kemampuan lebih untuk mengumpulkan dana dari sumber eksternal untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan teori agensi yang menjelaskan utang sebagai struktur modal dapat menurunkan biaya agensi dengan melemahkan asimetris informasi dan mencegah hadirnya masalah keagenan, seperti penentuan terkait pendanaan secara berimbang tanpa *conflict of interest*.

Penelitian yang dilakukan oleh Chang *et al.*, (2014) menunjukkan bahwa *corporate governance* yang lemah, baik perusahaan yang terlalu banyak utang atau utangnya terlalu rendah, melakukan penyesuaian secara perlahan terhadap tingkat arget utang mereka dengan motivasi yang berbeda. Sheikh dan Wang (2012) menemukan bahwa *corporate governance* yang diukur dengan dewan direksi, direktur luar, dan *ownership concentration* memiliki hubungan positif terhadap *total debt ratio* dan *long-term debt ratio*, sementara remunerasi direktur berhubungan negatif terhadap *total debt ratio* dan *long-term debt ratio*. Selain itu Waworontu *et al.*, (2014), Van Khanh *et al.*, (2020), dan Manu *et al.*, (2019) menemukan bahwa beberapa variabel *corporate governance* memiliki hubungan dengan struktur modal. Kurniawan & Rahardjo (2014); Haryanto (2014); Noviani *et al.* (2019); Salman *et al.* (2019); dan Ria (2023) menemukan bahwa atribut *corporate governance* seperti ukuran dewan dan proporsi dewan independen tidak memengaruhi keputusan struktur modal.

H₃: *Corporate Governance* berpengaruh terhadap Struktur Modal.

Penelitian yang dilakukan Malmendier *et al.*, (2011) menjelaskan pentingnya meneliti keputusan strategis para eksekutif puncak sebagai pihak yang bertindak dalam mengambil keputusan lewat karakteristik pribadi mereka. Menga-

ku teori *The Upper Echelon Theory* (UET) dalam penjelasan sebelumnya, menurut Hambrick & Mason (1984) kemampuan CEO dapat dicerminkan oleh keterampilan yang mereka miliki, yaitu dengan pendidikan dan pengalaman mereka. Cronqvist *et al.*, (2012) menemukan bahwa perusahaan berperilaku secara konsisten sesuai dengan sikap pribadi CEO dalam konteks penentuan struktur modal. Sitthipongpanich dan Polsiri (2012) menyatakan bahwa karakteristik CEO memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.

Kaur & Singh (2021) menyatakan bahwa masa jabatan CEO secara signifikan dan positif terkait dengan pengaruh perusahaan dikarenakan masa jabatan CEO yang lama mencerminkan jaringan dan aliansi yang kuat dengan pemangku kepentingan penting sehingga memungkinkan CEO untuk menyusun, mendorong, serta mendukung inisiatif berisiko seperti meningkatkan utang. Semakin lama masa jabatan CEO, semakin besar kepercayaan dan kekuatan yang dimilikinya untuk membuat keputusan keuangan strategis yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Hartnell *et al.*, 2016). Selanjutnya, usia CEO ditemukan memiliki hubungan positif dengan struktur modal yang menunjukkan bahwa CEO mempekerjakan lebih banyak utang dalam struktur modal berdasarkan pengalaman dan pengetahuan bisnisnya (De Silva & Yatiwella, 2022). Hal ini dapat menjelaskan masa jabatan dan usia yang lebih lama memiliki keterkaitan terhadap *agency theory* yang mendukung utang sebagai alat untuk mengurangi atau mereduksi biaya agensi (*agency cost*) dengan peningkatan utang.

Di sisi lain, Strebulaev & Yang (2013) menyatakan bahwa CEO dengan masa jabatan CEO yang lebih lama lebih cenderung tidak memiliki utang. Hal tersebut mengindikasikan hubungan yang negatif antara *tenure* CEO dengan struktur modal. CEO yang lebih tua cenderung tidak menggunakan utang dari luar sebagai sumber keuangan untuk bisnis (Minh Ha *et al.*, 2021). Hal ini juga dijelaskan oleh Naseem *et al.*, (2020) yang menunjukkan bahwa CEO yang lebih tua umumnya lebih menghindari risiko dibandingkan dengan rekan-rekan mereka yang lebih muda serta CEO yang lebih tua lebih konservatif dan mengambil risiko lebih sedikit dalam membuat strategi keuangan. Naseem *et al.*, (2020) menemukan bahwa karakteristik CEO seperti usia, jenis kelamin dan pendidikan memiliki pengaruh yang

signifikan terhadap keputusan keuangan perusahaan.

H4: Karakteristik CEO berpengaruh terhadap Struktur Modal

Perusahaan dalam menentukan suatu kebijakan pendanaan perlu mempertimbangkan terkait dengan struktur modal yang optimal bagi perusahaan agar perusahaan mendapatkan pengembalian yang optimal. Manajemen akan berusaha mencapai struktur modal yang optimal (Cheng & Tzeng, 2011; Khan et al., 2021; Bui et al., 2023; dan Kim et al., 2023). Hal ini dikarenakan penggunaan dana (utang) yang berasal dari pihak eksternal dapat menimbulkan pengawasan dari pihak investor terkait dana yang telah diinvestasikan. Adapun menurut Hasan et al., (2014) salah satu cara dalam memaksimalkan nilai perusahaan dan secara bersamaan meminimalkan biaya modal sehingga mencapai keseimbangan antara risiko dan pengembalian yaitu dengan struktur modal yang optimal.

Penelitian yang dilakukan oleh Berger dan Bonaccorsi di Patti (2006) menunjukkan bahwa *leverage* yang lebih tinggi dapat mengurangi biaya agensi dari ekuitas eksternal dan terbukti meningkatkan nilai perusahaan. Nirajini, A., & Priya (2013) mengungkapkan terdapat hubungan positif signifikan antara struktur modal dengan proksi *debt to ratio* dan *debt to asset ratio* terhadap kinerja keuangan. Hal ini didukung oleh Javed et al., (2014); Ahmed & Bhuyan (2020); Ahmed et al. (2023) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang diprosikan dengan ROA dan ROE.

H5: Struktur modal berpengaruh terhadap Kinerja Perusahaan

Melalui pelaksanaan GCG, masalah keagenan mampu dapat diatasi sehingga manajemen mampu menentukan terkait pendanaan secara berimbang tanpa *conflict of interest*. Menurut teori agensi, *corporate governance* yang baik dapat melemahkan asimetris informasi dan mencegah hadirnya masalah keagenan, sehingga manajemen dalam mengelola perusahaan sejalan dengan kepentingan pihak lain, yaitu perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Timbulnya masalah keagenan ini dikarenakan pihak agen dan prinsipal pada perusahaan, sehingga dibutuhkan suatu mekanisme yang menyelaraskan kepentingan di antara dua pihak tersebut. Struktur modal dengan ukuran *leverage* yang hadir dianggap dapat berkontribusi terhadap lemahnya pelaksanaan

corporate governance dalam menyelaraskan kepentingan di antara dua pihak (prinsipal dan agen) serta dapat mengurangi biaya agensi yang timbul karena masalah keagenan tersebut. Berger & Bonaccorsi di Patti (2006) membuktikan teori keagenan menunjukkan bahwa struktur modal dengan ukuran *leverage* yang lebih tinggi atau rasio ekuitas/asset yang lebih rendah dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan membatasi atau mendorong manajer dalam bertindak lebih demi kepentingan para pemegang saham. Utang yang tinggi dalam beberapa penelitian termasuk penelitian (Zhang & Li, 2008) akan menurunkan *agency cost* melalui pengasapan oleh kreditur. Dengan demikian, struktur modal merupakan alat untuk perusahaan dalam hal kontrol pada jalannya bisnis seperti keuangan perusahaan itu sendiri.

Penelitian yang dilakukan oleh Klapper dan Love (2004); Haider dan Hassan (2013); Mahdavi & Daryaei (2016); Pillai & Al-Malkawi (2018); Buachoom (2018); Hermuningsih et al., (2020); Shadid & Bajaber (2021) menemukan bahwa *corporate governance* dengan proxy *board size*, *board independence*, *board meetings*, *large shareholders*, dan *ceo compensation* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Sheikh dan Wang (2012); Waworontu et al., (2014); serta Van Khanh et al., (2020) menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap struktur modal. Selanjutnya, penelitian yang dilakukan oleh Hasan et al., (2014) Nirajini, & Priya (2013); Javed et al., (2014); Al-Qudah (2017); Berger dan Bonaccorsi di Patti (2006); serta Ross (1997) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, Detthamrong et al., (2017) menemukan bahwa struktur modal dapat memediasi hubungan *corporate governance* dan kinerja perusahaan meskipun hanya ukuran perusahaan yang besar saja.

H6: Struktur modal dapat memediasi hubungan antara *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan.

Seorang CEO memiliki tanggung jawab terkait masalah keuangan perusahaan yang berdampak kepada jalannya bisnis perusahaan itu sendiri. Konsep *corporate governance*, dalam beberapa literatur mengaitkan CEO sebagai pengambil keputusan perusahaan terutama dalam masalah keuangan perusahaan yang juga sangat berdampak terhadap kinerja perusahaan. Adapun dalam perkembangan CG saat ini tidak hanya mencakup aspek keuangan, tetapi juga para-

digma etika yang terlibat dalam pengambilan keputusan (Cuomo *et al.*, 2016).

Menurut Denis 2001; dalam Naseem *et al.*, (2020), CEO sering melindungi kepentingan mereka saat membuat keputusan keuangan mengenai perusahaan. Menurut Naseem *et al.*, (2020) praktik masalah keagenan ini sangat umum di negara berkembang, yaitu ketika praktik CG belum diterapkan dengan semangat yang sebenarnya. Hal tersebut menunjukkan terdapat masalah keagenan pada manajer atau eksekutif puncak dalam membuat keputusan berdasarkan kepentingan mereka. Misalnya, manajer mungkin tidak selalu memilih untuk mengadopsi pilihan utang yang memaksimalkan nilai bagi pemegang saham, sebaliknya, mereka lebih suka membatasi pemanfaatan utang untuk keuntungan mereka. Dengan demikian konflik ini menciptakan *agency cost* dan pada akhirnya menyebabkan kinerja perusahaan yang buruk.

Penelitian yang dilakukan oleh Hambrick (2007) membuktikan bahwa pengalaman, nilai, dan kepribadian CEO mempengaruhi pilihan strategis mereka. Hal ini menunjukkan bahwa karakteristik seorang CEO juga dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Penelitian tersebut didukung oleh McClelland *et al.*, (2010); Peri (2017); Emestine dan Setyaningrum (2019); serta Altarawneh *et al.*, (2020) yang menemukan karakteristik CEO berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Penelitian yang dilakukan Frank & Goyal, (2007); Li *et al.*, (2017) Sitthipongpanich & Polsiri (2012); serta Strebulaev & Yang (2013) juga menunjukkan karakteristik CEO berpengaruh terhadap struktur modal. Selanjutnya, penelitian yang dilakukan oleh Hasan *et al.*, (2014) Nirajini, A., & Priya (2013); Javed *et al.*, (2014); Al-Qudah (2017); Berger & Bonaccorsi di Patti (2006); serta (Ross, 1977) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, Naseem *et al.*, (2020) menemukan bahwa struktur modal dengan proksi *debt to equity ratio* dapat memediasi secara parsial hubungan karakteristik CEO dan kinerja perusahaan.

H₇: Struktur modal dapat memediasi hubungan antara karakteristik CEO terhadap kinerja perusahaan.

3. Data dan Metode

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2017-2022. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan

metode *purposive sampling*. Dimana didapatkan 421 sampel yang akan digunakan pada penelitian ini. Penerapan model kausalitas atau dapat diartikan sebagai hubungan pengaruh antar variabel penelitian melalui pengujian hipotesis sehingga penelitian ini berjenis eksplanatori (*explanatory reserarch*) (Sugiyoni, 2017). Atas dasar pendekatan kuantitatif, maka penelitian ini juga diartikan penelitian konfirmatori yang memiliki fokus dalam menkonfirmasi teori pada objek penelitian tertentu, baik dalam eksplanasi maupun prediksi.

Varibel penelitian yang digunakan, yaitu: 1) Kinerja Perusahaan, yang diproksikan dengan *Return on asset (ROA)*, *Return on equity (ROE)* *Tobins'Q*. 2) *Corporate Governance*, yang diproksikan dengan kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, ukuran dewan direksi, ukuran dewan komisaris dan komisaris independen, 3) Karakteristik CEO, yang diproksikan CEO Age dan CEO *Tenure*, 4) Struktur Modal, yang diproksikan dengan *debt to assets ratio (DAR)* *debt to equity ratio (DER)*

Jenis data penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapat pada sumber pihak lain. Adapun data sekunder ini didapat dari laporan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia melalui *website* resmi BEI dan Bloomberg.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2015-2020. Adapun alasan dalam penggunaan populasi ini adalah untuk menyelaraskan dengan penelitian terdahulu yang memisahkan karakteristik subjek penelitian antara negara-negara maju dan berkembang, sehingga dalam penelitian ini Indonesia menjadi representatif dari negara berkembang atau yang biasa disebut *emerging market*. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini yakni: 1) Perusahaan yang dijadikan objek pengamatan dalam penelitian adalah perusahaan sektor keuangan dan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2015 hingga tahun 2020. 2) Perusahaan yang menerbitkan laporan dan terpublikasi oleh Bursa Efek Indonesia selama tahun periode 2015-2020. 3) Perusahaan yang secara lengkap menyajikan data terkait dalam variabel penelitian ini. Berdasarkan kriteria tersebut, didapatkan 241 perusahaan yang dijadikan sampel perusahaan. Peri-

ode penelitian selama 6 tahun, sehingga ada 1.446 unit data analisis.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *model partial least square* (PLS) dan menggunakan dua model pemodelan yaitu, outer model untuk mengevaluasi model pengukuran dengan menggunakan indikator reflektif dan *inner model* untuk mengevaluasi struktural.

4. Hasil

Uji Outer Model

Uji Validitas Konvergen

Hasil *combined loadings* dan *cross-loadings* faktor antara proksi dan konstruk yang diperoleh, proksi yang memenuhi validitas konvergen adalah DIR, KIR, KOMIND, TENURE, DAR, DER, ROA, ROE, TOBINS'Q. Proksi yang memerlukan analisis lebih lanjut adalah AGE sedangkan proksi yang dihilangkan adalah KM dan KI. Proksi AGE dianalisis lebih lanjut dengan menggunakan AVE dan *composite reliability*. Dari hasil pengolahan ditemukan bahwa proksi AGE dipertahankan. Setelah menghilangkan dua proksi (KM dan KI) diperoleh hasil sepuluh proksi *loading* faktor (DIR, KIR, KOMIND, AGE, TENURE, DAR, DER,

ROA, ROE, TOBINS'Q) telah memenuhi *validitas konvergen*.

Uji Validitas diskriminan

Penilaian validitas diskriminan dilakukan dengan mengukur *cross-loading* masing-masing konstruk; dari hasil perbandingan *cross-loading* masing-masing konstruk, seluruh proksi telah memenuhi kriteria *discriminant validity* dimana hubungan konstruk dan proksi nya lebih besar dibandingkan proksi dengan konstruk lainnya dan membandingkan akar kuadrat AVE antar variabel laten; dari hasil perhitungan diperoleh bahwa seluruh variabel telah memenuhi kriteria *discriminant validity* karena nilai akar kuadrat AVE harus lebih besar dari konstruk lainnya.

Composite reliability

Hasil uji *composite reliability* menunjukkan bahwa nilai *composite reliability* dari konstruk antara lain CG sebesar 0,881; K.CEO sebesar 0,799; SM sebesar 0,935; dan FP sebesar 0,799. Hal ini menunjukkan bahwa masing-masing variabel telah memenuhi persyaratan *composite reliability* yaitu nilai *composite reliability* > 0,60 dikatakan cukup; >0,700 dapat diterima karena ideal; dan 0,800 sangat memuaskan.

Tabel 1. Hasil Pengukuran Inner Model

	SSO	SSE	Q ² (=1-SSE/SSO)	R ²	R ² _{Adj}
Karakteristik CEO	2892	2892			
Struktur Modal	2892	2743.079	0.051	0.06	0.059
Kinerja Perusahaan	4338	4071.267	0.061	0.09	0.089
Corporate Governance	4338	4338			

Tabel 2. Hasil Pengujian Hipotesis

Model	Original Sample	P Values	t hitung
CG -> KP	0.244	0.000	9.127
CG -> SM	0.222	0.000	8.253
K.CEO -> KP	0.012	0.623	0.492
K.CEO -> SM	-0.078	0.001	3.366
SM -> KP	-0.242	0.000	7.898
CG -> SM ->KP	-0.054	0.000	5.996
K.CEO->SM->KP	0.019	0.003	2.986

Uji Inner Model

Berikut merupakan hasil evaluasi model struktural yang terdiri dari *R square* (R²), *predictive relevance* (Q), dan uji kecocokan model (*fit model*) yang dapat dilihat pada tabel 1. Nilai R² untuk struktur modal adalah 0,060 dan untuk kinerja perusahaan adalah 0,090. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel struktur modal dapat dijelaskan oleh variabel laten independen sebesar 6 %, sedangkan sisanya dijelaskan oleh va-

riabel di luar penelitian. Selanjutnya variabel kinerja perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel laten CG, karakteristik CEO, dan struktur modal sebesar 9%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian. Berdasarkan hasil perhitungan validitas prediktif (Q²), diperoleh nilai Q² struktur modal 0,051 dan kinerja perusahaan adalah 0,061 yang lebih besar dari nol sehingga memenuhi kriteria validitas prediktif yang baik. Uji yang harus dilakukan selanjutnya adalah uji fit model untuk

mengetahui kelayakan suatu model. Hasil uji model fit menunjukkan bahwa nilai model fit sebesar 0,688 yang memiliki arti bahwa model yang diteliti memiliki kecocokan model yang dapat dikatakan baik karena mendekati nilai 1.

5. Pembahasan

Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan CG terhadap kinerja perusahaan berpengaruh positif. Hal ini menunjukkan bahwa keberadaan banyak direksi di perusahaan dapat memberikan keyakinan akan kekuatan dewan dalam mengatur perusahaan untuk menentukan kinerja keuangan perusahaan serta dapat mengurangi biaya agensi. Ukuran dewan direksi yang lebih besar dapat mengatasi hal-hal yang kompleks dalam memecahkan beberapa masalah yang unik dengan berbagai macam pengalaman dan keterampilan yang dimiliki oleh para dewan.

Selain itu, ukuran dewan komisaris yang lebih besar di perusahaan dapat memberikan pengawasan yang kuat kepada manajemen dalam upaya memajukan perusahaan. Peran dewan komisaris pada suatu perusahaan lebih besar dalam menjalankan fungsi pengawasan terhadap pelaksanaan kebijakan direksi. Selanjutnya, adanya komisaris independen dapat meminimisir masalah keagenan yang timbul antara direksi dan pemegang saham. Dewan komisaris independen memiliki fungsi dalam mengawasi kinerja direksi agar kinerja yang dihasilkan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa komisaris independen dianggap sebagai pelindung untuk kepentingan pemegang saham minoritas dari pemegang saham mayoritas.

Hasil penelitian ini sejalan dengan basis *agency theory* dan sejalan dengan penelitian yang dilakukan Malik & Makhdoom (2016); Buachoom (2018); Mahrani & Soewarno, 2018; Hidayat & Utama (2018); Erena *et al.* (2021) *corporate governance* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan beberapa penelitian lainnya Detthamrong *et al.* (2017); Buallay *et al.* (2017); dan Al-ahdal *et al.* (2020) yang menyatakan bahwa *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Karakteristik CEO terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa karakteristik CEO dengan indikator usia dan masa jabatan sebagai basis pengalaman seorang CEO tidak memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini tidak mendukung dengan penelitian Nelson (2005); Peni (2012); Shen (2019); dan Emestine & Setyaningrum, 2019) yang menemukan bukti empiris bahwa karakteristik CEO berdasarkan usia dan masa jabatan CEO memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Namun, dengan pernyataan Hambrick & Mason (1984) berdasarkan *Upper Echelon Theory* yang menunjukkan bahwa karakteristik seorang eselon puncak dapat berdampak pada kinerja organisasi dan Hambrick (2007) juga menambahkan kembali bahwa pengalaman, nilai, dan kepribadian CEO memengaruhi pilihan strategis mereka. Hal Ini mengindikasikan bahwa terdapat beberapa pilihan strategis yang secara tidak langsung memengaruhi kinerja perusahaan. Hartnell *et al.*, (2016) menyatakan bahwa CEO dengan masa jabatan yang lebih lama dalam suatu organisasi dapat mengembangkan ikatan jaringan sosial yang kuat melalui sumber keuangan yang berbeda dengan kekuatan (strategis) informasi mereka, serta hal ini juga memengaruhi pilihan struktur modal mereka untuk organisasi. Dengan demikian, diperlukan suatu mekanisme untuk menguji salah satu bentuk strategis perusahaan. Salah satunya seperti yang dilakukan pada penelitian ini, yaitu dengan menguji struktur modal sebagai variabel mediasi pada bahasan selanjutnya.

Corporate Governance terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menjelaskan bahwa dengan melalui pelaksanaan GCG, masalah keagenan dapat diredam dengan cara memilih utang sebagai sumber pendanaan, sehingga manajemen mampu menentukan strategi terkait pendanaan secara seimbang tanpa adanya *conflict of interest*. Menurut teori agensi, *corporate governance* yang baik dapat melemahkan asimetris informasi dan mencegah hadirnya masalah keagenan, sehingga manajemen dalam mengelola perusahaan sejalan dengan kepentingan pihak lain yang da-

lam hal ini ditunjukkan oleh perusahaan yang bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham.

Perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih besar dianggap memiliki kemampuan lebih untuk mengumpulkan dana dari sumber eksternal untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pihak eksternal seperti bank komersial dan lembaga keuangan lainnya juga merasa percaya diri saat memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan ukuran dewan yang besar. Selanjutnya, *Board independence* dengan pengetahuannya, visinya yang luas, dan kemandiriannya dari manajemen memungkinkan mereka untuk secara ketat memantau tindakan manajemen puncak dalam mengambil keputusan tata kelola yang efektif (Weisbach, 1988).

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori agensi dan sejalan dengan penelitian Sheikh & Wang (2012); Waworontu *et al.* (2014); Van Khanh *et al.* (2020); Manu *et al.* (2019); Feng *et al.* (2020); Amin *et al.* (2022) yang menyatakan bahwa *corporate governance* memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap struktur modal. Adapun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Waworontu *et al.* (2014); Vijayakumaran & Vijayakumaran (2019); Mubaraq *et al.* (2021) bahwa *corporate governance* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Karakteristik CEO terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa karakteristik CEO dengan indikator usia dan masa jabatan sebagai basis pengalaman seorang CEO memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap struktur modal, tetapi memiliki hubungan yang negatif. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa CEO dengan pengalaman yang didasarkan pada usia dan masa jabatan pada suatu perusahaan lebih menghindari utang sebagai sumber pendanaan. Meskipun CEO dengan masa jabatan yang lebih lama dianggap lebih memiliki kekuatan dalam membuat keputusan strategis serta dipercaya lebih besar dari pihak eksternal, penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan tersebut berlawanan atau memiliki arah yang negatif.

CEO dengan masa jabatan yang lebih lama tidak menggunakan utang yang lebih tinggi dimungkinkan untuk mengurangi tekanan kinerja yang menyertai utang yang tinggi (Berger, Ofek & Yermack, 1997). Selain itu, CEO dengan usia yang lebih tua umumnya lebih

menghindari risiko dibandingkan dengan rekan-rekan mereka yang lebih muda dan CEO yang lebih tua juga bersifat lebih konservatif dalam mengambil risiko dan lebih sedikit dalam membuat strategi keuangan. Penelitian ini sejalan dengan (Strebulaev & Yang, 2013; Naseem *et al.*, 2020; Minh Ha *et al.*, 2021) bahwa karakteristik CEO memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan (struktur modal) perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan (Frank & Goyal, 2011; Nilawati *et al.*, 2021) yang menyatakan bahwa karakteristik CEO tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan arah yang negatif. Penelitian ini menunjukkan bahwa *teori signaling* sebagai teori yang menjelaskan bahwa penggunaan utang merupakan suatu mekanisme yang dilakukan kepada investor maupun manajemen akan hal prospek suatu perusahaan menjadi lebih baik didasari adanya anggapan bahwa ketika pendapatan perusahaan stabil, mereka seharusnya lebih menggunakan utang sebagai modal dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Alih-alih meningkatkan kinerja perusahaan atas dasar *signaling theory*, hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa utang dapat mengurangi suatu kinerja perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini menunjukkan bahwa hasil tidak mendukung perspektif *signaling theory*.

Di sisi lain, hasil penelitian ini sejalan dengan Le & Phan, (2017) yang menyatakan bahwa struktur modal dengan semua rasio utang jangka panjang, utang jangka pendek, dan total utang berpengaruh negatif dan signifikan baik pada nilai buku maupun nilai pasar terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA, ROE dan Tobins'Q. Le & Phan, (2017) menjelaskan pula bahwa hasil ini konsisten dengan beberapa penelitian lain (Majumbar & Chimber 1999; Tian, 2007; Joshua, 2007; Le & Tannous, 2016) dalam konteks pasar negara berkembang. Hasil pada penelitian ini tidak sejalan khususnya untuk *signaling theory* pada negara berkembang seperti Indonesia dan Vietnam dan ini selaras dengan Le & Phan, (2017) yang berpendapat bahwa sebagian besar studi yang dilakukan pada negara maju dan di negara-negara Eropa memiliki hubungan yang positif antara

struktur modal dan kinerja perusahaan. Adapun hasil penelitian ini sejalan dengan Fekadu Agmas (2020). Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan (El-Sayed Ebaid, 2009; Ramli *et al.*, 2019; Mubaraq *et al.*, 2021; Cuevas-Vargas *et al.*, 2021) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan melalui Struktur Modal

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *corporate governance* terhadap struktur modal dan kinerja perusahaan. Namun, di sisi lain, pengaruh antara struktur modal dan kinerja perusahaan adalah negatif secara signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi ketidakkonsistenan atau inkonsistensi mediasi akibat pengaruh langsung *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan berlawanan dengan pengaruh tidak langsung *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan melalui struktur modal. (Valente *et al.*, 2017) menyatakan jika suatu hasil berlawanan, maka dikatakan sebagai inkonsisten mediasi dan tetap terjadi mediasi. Melihat hasil tersebut, maka dapat dimaknai bahwa mediasi yang terjadi adalah inkonsisten mediasi parsial.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh secara langsung secara positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan dan struktur modal. Menurut agensi teori, hasil ini dapat diterima hanya sampai struktur modal karena dua alasan. Pertama, yaitu *corporate governance* memiliki pengaruh langsung positif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga hal ini menunjukkan bahwa dengan penerapan tata kelola perusahaan yang baik dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Alasan yang kedua, yaitu *corporate governance* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap struktur modal, sehingga terdapat upaya dalam penggunaan utang yang lebih tinggi oleh dewan.

Di sisi lain, struktur modal pada penelitian ini menunjukkan hasil yang berlawanan terhadap kinerja perusahaan maupun teori yang mendasari, yaitu *agency theory* dan *signaling theory*. Utang atau struktur modal menurut teori agensi berfungsi sebagai mekanisme terhadap lemahnya *corporate governance* yang memiliki tujuan dalam mengurangi biaya agen-

si (*agency cost*) akibat masalah keagenan. Adapun utang atau struktur modal menurut teori *signaling* adalah utang yang berfungsi sebagai mekanisme perusahaan dalam menginformasikan kepada pihak eksternal bahwa terdapat prospek oleh suatu perusahaan atas kinerjanya sekarang atau di masa depan yang didapatkan akibat lebih memilih menggunakan utang dibandingkan dengan menjual sahamnya sendiri.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Berger & Bonaccorsi di Patti (2006); Zhang & Li (2008) yang membuktikan bahwa teori keagenan menunjukkan bahwa struktur modal dengan ukuran *leverage* yang lebih tinggi atau rasio ekuitas/asset yang lebih rendah dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan membatasi atau mendorong manajer dalam bertindak lebih demi kepentingan para pemegang saham serta dapat menurunkan *agency cost* melalui pengawasan oleh kreditor. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Dawar (2014) yang menunjukkan bahwa *leverage* memiliki pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan. Dawar juga berpendapat bahwa prinsip teori keagenan seperti yang diterapkan di pasar lain harus dilihat dari sudut pandang yang berbeda. Adapun penelitian ini sejalan pula dengan Le & Phan, (2017) yang menyatakan bahwa struktur modal dengan semua rasio utang jangka panjang, utang jangka pendek dan total utang berpengaruh negatif dan signifikan baik pada nilai buku dan nilai pasar terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA, ROE dan Tobin's Q.

Karakteristik CEO terhadap Kinerja Perusahaan melalui Struktur Modal

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa karakteristik CEO dengan indikator usia dan masa jabatan sebagai basis pengalaman seorang CEO memiliki pengaruh tidak langsung secara positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Di sisi lain, pengaruh langsungnya yaitu menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara karakteristik CEO terhadap struktur modal, sedangkan untuk struktur modal terhadap kinerja perusahaan terdapat pengaruh negatif dan tidak signifikan. Oleh karena itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal pada penelitian ini dapat memediasi secara sepenuhnya (*full mediation*) antara hubungan karakteristik CEO dan kinerja perusahaan.

Hal ini menunjukkan bahwa CEO dengan usia yang lebih tua dan atau masa jabatan yang lebih lama lebih menghindari penggunaan utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan CEO yang lebih muda dan atau CEO yang baru memasuki masa jabatan yang belum lama. CEO dengan masa jabatan lebih lama tidak menggunakan utang yang tinggi dapat dikarenakan memiliki tujuan untuk mengurangi tekanan kinerja yang menyertai utang yang tinggi (Berger, Ofek dan Yermack, 1997). Selain itu, CEO dengan usia yang lebih tua umumnya lebih menghindari risiko dibandingkan dengan rekan-rekan mereka yang lebih muda dan usia CEO yang lebih tua cenderung akan lebih konservatif dan mengambil risiko yang lebih sedikit dalam membuat strategi keuangan.

Struktur modal pada penelitian ini menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan, kemudian CEO seiring dengan bertambahnya usia dan atau memiliki jabatan yang lebih lama di perusahaan juga menunjukkan lebih berhati-hati dalam penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Dengan demikian, utang (struktur modal) yang lebih rendah, pada penelitian ini memiliki arti bahwa utang yang rendah dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan penggunaan utang yang belum efektif dan efisien mungkin saja belum dilakukan di Indonesia sebagai bagian dari pasar negara berkembang, maka penggunaan utang yang tinggi tidak dapat meningkatkan kinerja perusahaan seperti halnya hasil penelitian-penelitian yang dilakukan pada negara maju dan di negara-negara Eropa yang menunjukkan utang (struktur modal) dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

6. Simpulan dan Saran

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *corporate governance* dan karakteristik CEO terhadap kinerja perusahaan yang dimediasi oleh struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Corporate Governance* berpengaruh positif secara langsung terhadap kinerja perusahaan. Karakteristik CEO, yang diprosikan dengan usia dan masa jabatan CEO tidak memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. Struktur modal memiliki peran terhadap kinerja perusahaan dan karakteristik CEO. Hal ini dibuktikan bahwa *corporate governance* terhadap ki-

nerja perusahaan melalui struktur modal berpengaruh tetapi inkonsisten mediasi, sedangkan karakteristik CEO terhadap kinerja perusahaan melalui struktur modal memediasi secara penuh hubungan antara karakteristik CEO.

Saran

Penelitian ini menggunakan karakteristik CEO hanya usia dan masa jabatan, sehingga ada beberapa karakteristik CEO yang belum terwakili. Untuk penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan menambahkan karakteristik CEO yang lainnya. Penelitian ini tidak membedakan antara perusahaan keluarga dan bukan keluarga, untuk penelitian selanjutnya dapat dilakukan pada perusahaan keluarga.

Referensi

- Aboramadan, M. (2020). Top management teams characteristics and firms performance: literature review and avenues for future research. *International Journal of Organizational Analysis*, 29(3), 603–628. <https://doi.org/10.1108/IJOA-02-2020-2046>
- Ahmed, A. M., Nugraha, D. P., & Hågen, I. (2023). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: The Moderating Role of Agency Cost. *Risks*, 11(6), 1–17. <https://doi.org/10.3390/risks11060102>
- Ahmed, R., & Bhuyan, R. (2020). Capital Structure and Firm Performance in Australian Service Sector Firms: A Panel Data Analysis. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9). <https://doi.org/10.3390/jrfm13090214>
- Aktan, B., Turen, S., Tvaronavičienė, M., Celik, S., & Alsadeh, H. A. (2018). Corporate governance and performance of the financial firms in Bahrain. *Polish Journal of Management Studies*, 17(1), 39–58. <https://doi.org/10.17512/pjms.2018.17.1.04>
- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. S. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51, 101083. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101083>
- Al-Qudah, A. A. (2017). The Relationship between Capital Structure and Financial Performance in the Companies Listed in

- Abu Dhabi Securities Exchange: Evidences from United Arab Emirates. *Review of European Studies*, 9(2), 1. <https://doi.org/10.5539/res.v9n2p1>
- Amin, A., ur Rehman, R., Ali, R., & Mohd Said, R. (2022). Corporate Governance and Capital Structure: Moderating Effect of Gender Diversity. *SAGE Open*, 12(1). <https://doi.org/10.1177/21582440221082110>
- Amran, N. A., Yusof, M., Atef M., Ishak, R., & Aripin, N. (2014). Do Characteristics of CEO and Chairman Influence Government-Linked Companies performance? *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 109, 799-803. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.546>
- Anggun, L. (2022). Pandemi Covid-19 Dan Implementasi Corporate Governance. *Jurnal Usm Law Review*, 5(1), 80. <https://doi.org/10.26623/julr.v5i1.3989>
- Ariati Hidayat, A., & Utama, S. (2018). Board Characteristics and Firm Performance: Empirical Evidence From Turkey. *The Journal of The University of Duhok*, 21(1), 423-430. <https://doi.org/10.26682/hjuod.2018.21.1.23>
- Arora, A., & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(2), 420-436. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2016-0018>
- Azeez, D. A. A. (2015). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance and Bank Management*, 3(1). <https://doi.org/10.15640/jfbm.v3n1a16>
- Bafera, J., & Kleinert, S. (2023). Signaling Theory in Entrepreneurship Research: A Systematic Review and Research Agenda. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 47(6), 2419-2464. <https://doi.org/10.1177/10422587221138489>
- Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 9(6), 623-632. <https://doi.org/10.1002/smj.4250090608>
- Berger, A. N., & Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, 30(4), 1065-1102. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015>
- Berger, P. G., Udell, P., & Udell, P. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Boshnak, H. A., Alsharif, M., & Alharthi, M. (2023). Corporate governance mechanisms and firm performance in Saudi Arabia before and during the COVID-19 outbreak. *Cogent Business and Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2195990>
- Buachoom, W. (2018). How Do Board Structures of Thai Firms Influence on Different Quantile Levels of Firm Performance? 157-189. <https://doi.org/10.1108/s2514-465020180000006004>
- Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6>
- Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The Effect of Capital Structure on Firm Value: A Study of Companies Listed on the Vietnamese Stock Market. *International Journal of Financial Studies*, 11(3). <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- Carmody, K. (2020). Having a resilience plan in place can set a company apart from its competitors while simultaneously improving cash flow and strengthening the balance sheet. www.mckinsey.com
- Chaghadari, M. F., & Chaleshtori, G. N. (2011). *Corporate Governance and Firm Performance: a Comparative Analysis of T Wo Se...*
- Chang, Y. K., Chou, R. K., & Huang, T. H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking and Finance*, 48, 374-385. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>
- Cheng, M.-C., & Tzeng, Z.-C. (2011). The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*, 3(2), 30-53.
- Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate Governance and Company Performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372-386.

- <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x>
- Cronqvist, H., Makhija, A. K., & Yonker, S. E. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 20–40. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>
- Csedő, Z., Magyari, J., & Zavarkó, M. (2022). Dynamic Corporate Governance, Innovation, and Sustainability: Post-COVID Period. *Sustainability (Switzerland)*, 14(6). <https://doi.org/10.3390/su14063189>
- Cuevas-Vargas, H., Cortés-Palacios, H. A., & Lozano-García, J. J. (2021). Impact of capital structure and innovation on firm performance. Direct and indirect effects of capital structure. *Procedia Computer Science*, 199, 1082–1089. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2022.01.137>
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222–241. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>
- Dawar, V. (2014). Article Information: Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance. *Managerial Finance*, 40(12), 25.
- De Silva, L. G. R. ., & Yatiwella, W. B. (2022). Impact of CEO Characteristics on Capital Structure of Non-Financial Listed Companies in Sri Lanka. *SSRN Electronic Journal*, 841–859. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4117502>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(September 2016), 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Diks, J., Rodriguez, J. C., & Driessen, J. (2016). The impact of CEO characteristics on firm value. *Unpublished, University of Exeter, UK*, 1–108.
- Emestine, I. E., & Setyaningrum, D. (2019). *CEO Characteristics and Firm Performance; Empirical Studies from ASEAN Countries*. 101(Iconies 2018), 423–427. <https://doi.org/10.2991/iconies-18.2019.81>
- Erena, O. T., Kalko, M. M., & Debele, S. A. (2021). Corporate governance mechanisms and firm performance: empirical evidence from medium and large-scale manufacturing firms in Ethiopia. *Corporate Governance (Bingley)*, 22(2), 213–242. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2020-0527>
- Fekadu Agmas, W. (2020). Impacts of capital structure: profitability of construction companies in Ethiopia. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 25(3), 371–386. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-08-2019-0072>
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 28(4), 759–783. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2011). Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.971082>
- Galappaththige, L., & Vindula, R. (2022). *Impact of CEO Characteristics on Capital Structure: Evidence from a Frontier Market*. 15(1), 71–102.
- Ghardallou, W. (2022). Corporate Sustainability and Firm Performance: The Moderating Role of CEO Education and Tenure. *Sustainability (Switzerland)*, 14(6). <https://doi.org/10.3390/su14063513>
- Hambrick, D. C. (2016). Upper Echelons Theory. *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management*, 32(2), 1–5. https://doi.org/10.1057/978-1-349-94848-2_785-1
- Hambrick, D. C., & Mason, P. a. (1984). Echelons : of Reflection The Its Organization as Top a. *Management*, 9(2), 193–206.
- Hartnell, C. A., Kinicki, A. J., Lambert, L. S., Fugate, M., & Corner, P. D. (2016). Do similarities or differences between CEO leadership and organizational culture have a more positive effect on firm performance? A test of competing predictions. *Journal of Applied Psychology*, 101(6), 846–861. <https://doi.org/10.1037/apl0000083>
- Haryanto, S. (2014). Identifikasi Ekspektasi Investor Melalui Kebijakan Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Gcpi. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(2), 183–

199.
<https://doi.org/10.15294/jdm.v5i2.3660>
- Hasan, M. B., Ahsan, A. F. M. M., Rahaman, M. A., & Alam, M. N. (2014). Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5).
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v9n5p184>
- Herrmann, P., & Datta, D. K. (2002). Mode of Foreign Entry Empirical Study. *Journal of International Business Studies*, 33(3), 551–569.
- Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2021). Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/jeas-09-2020-0157>
- Javed, T., Younas, W., & Imran, M. (2014). Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Pakistani Firms. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 3(5).
<https://doi.org/10.6007/ijarems/v3-i5/1141>
- Jebran, K., & Chen, S. (2023). Can we learn lessons from the past? COVID-19 crisis and corporate governance responses. *International Journal of Finance and Economics*, 28(1), 421–429.
<https://doi.org/10.1002/ijfe.2428>
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2012). Capital Structure, CEO Dominance, and Corporate Performance. *Journal of Financial Services Research*, 42(3), 139–158.
<https://doi.org/10.1007/s10693-011-0109-8>
- Kaftan, V., Kandalov, W., Molodtsov, I., Sherstobitova, A., & Strielkowski, W. (2023). Socio-Economic Stability and Sustainable Development in the Post-COVID Era: Lessons for the Business and Economic Leaders. *Sustainability (Switzerland)*, 15(4).
<https://doi.org/10.3390/su15042876>
- Kaur, R., & Singh, B. (2021). The Impact of CEOs' Characteristics on Corporate Leverage: Indian Scenario. *Vision*, 25(4), 428–438.
<https://doi.org/10.1177/0972262920954596>
- Khan, K. I., Qadeer, F., Mata, M. N., Chavaglia Neto, J., Sabir, Q. U. A., Martins, J. N., & Filipe, J. A. (2021). Core predictors of debt specialization: A new insight to optimal capital structure. *Mathematics*, 9(9).
<https://doi.org/10.3390/math9090975>
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597–614.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.011>
- Kim, Y., Jung, S., & Kim, C. (2023). The Impact of Capital Structure on the Profitability Performance of ICT Firms. *Processes*, 11(2).
<https://doi.org/10.3390/pr11020635>
- Koutoupis, A., Kyriakogkonas, P., Pazarskis, M., & Davidopoulos, L. (2021). Corporate governance and COVID-19: a literature review. *Corporate Governance (Bingley)*, 21(6), 969–982.
<https://doi.org/10.1108/CG-10-2020-0447>
- Kurniawan, V. J., & Rahardjo, S. N. (2014). Pengaruh Antara Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) Dengan Struktur Modal Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3, 1–9. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>
- Kusumasari, L. (2018). Functions, Age, Education, Tenure of CEO, and Employee Commitment Toward Firm Performance. *KnE Social Sciences*, 3(10), 64–73.
<https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3361>
- Lartey, T., Kesse, K., & Danso, A. (2020). Ceo Extraversion and Capital Structure Decisions: the Role of Firm Dynamics, Product Market Competition, and Financial Crisis. *Journal of Financial Research*, XLIII(4), 847–893.
<https://doi.org/10.1111/jfir.12227>
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42(October 2016), 710–726.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- Le, T. P. V., & Tannous, K. (2016). Ownership Structure and Capital Structure: A Study of Vietnamese Listed Firms. *Australian Economic Papers*, 55(4), 319–344.
<https://doi.org/10.1111/1467-8454.12089>
- Li, T., Munir, Q., & Abd Karim, M. R. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics and Finance*, 47, 1–21.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.09.005>
- Liao, L. K. C., Mukherjee, T., & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure

- dynamics: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 38(2), 169–192. <https://doi.org/10.1111/jfir.12057>
- Liu, C., & Jiang, H. (2020). Impact of CEO characteristics on firm performance: evidence from China listed firms. *Applied Economics Letters*, 27(14), 1–5. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1607965>
- Mahdavi, G. H., & Daryaei, A. A. (2016). Corporate Governance: The International Journal of Business in Society Article information: Paper type Research paper. *International Journal of Business in Society*.
- Mahrani, M., & Soewarno, N. (2018). The effect of good corporate governance mechanism and corporate social responsibility on financial performance with earnings management as mediating variable. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(1), 41–60. <https://doi.org/10.1108/AJAR-06-2018-0008>
- Malik, M. S., & Makhdoom, D. D. (2016). Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies? *Corporate Governance*, 16(4), 747–764. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2015-0156>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. O. N. (2011). *Malmendier_Tate_Yan_2011_Overconfidence and Early-Life Experiences_The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies.pdf*. LXVI(5).
- Manu, R., Alhabsji, T., Rahayu, S., & Nuzula, N. (2019). Finance and Management Scholar at Riphah International University Islamabad, Pakistan, Faculty of Management Sciences. *Research Journal of Finance and Accounting*, 10(1), 202–214. <https://doi.org/10.7176/RJFA>
- María, C. P.-M., & Isabel, G.-Á. (2019). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 1–57.
- Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure? *Research in International Business and Finance*, 45, 488–498. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>
- McClelland, P. L., Liang, X., & Barker, V. L. (2010). CEO commitment to the status Quo: Replication and extension using content analysis. *Journal of Management*, 36(5), 1251–1277. <https://doi.org/10.1177/0149206309345019>
- Meilani, A. D., Zulaikha, Z., & Sari, R. P. (2023). Corporate Governance and Banking Performance amid Covid-19 in Indonesia. *Accounting Analysis Journal*, 11(3), 196–205. <https://doi.org/10.15294/aa.v11i3.65812>
- Mihail, B. A., Dumitrescu, D., Micu, C. D., & Lobda, A. (2022). The Impact of Board Diversity, CEO Characteristics, and Board Committees on Financial Performance in the Case of Romanian Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(1). <https://doi.org/10.3390/jrfm15010007>
- Minh Ha, N., Ha, T. T. M., & Vuong, P. M. (2021). The effect of CEO characteristics on financial leverage: findings from listed companies in Vietnam. *Cogent Business and Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.2002129>
- Mubaraq, M., Rahayu, S. M., Saifi, M., & Darmawan, A. (2021). Does the Implementation of Corporate Governance Moderate the Relationships of Ownership Structure, Capital Structure and Firm Values of Listed Manufacturing Companies in Indonesia? *Proceedings of the International Conference on Strategic Issues of Economics, Business and, Education (ICoSIEBE 2020)*, 163(ICoSIEBE 2020), 163–168. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210220.029>
- Mujwahuzi1, G. V., & Mbogo, C. J. (2020). Effects of Capital Structure on Business Profitability of Processing Enterprises Listed on the Dar es Salaam Stock Exchange, Tanzania. *Journal of Finance and Accounting*, 8(4), 165. <https://doi.org/10.11648/j.jfa.20200804.11>
- Musa, H., Rech, F., Yan, C., & Musova, Z. (2022). The Deterioration of Financial Ratios During the Covid-19 Pandemic: Does Corporate Governance Matter? *Folia Oeconomica Stetinensia*, 22(1), 219–242. <https://doi.org/10.2478/fofi-2022-0011>
- Nadkarni, S., & Herrmann, P. (2010). CEO personality, strategic flexibility, and firm performance: The case of the Indian business process outsourcing industry. *Academy of Management Journal*, 53(5), 1050–1073. <https://doi.org/10.5465/amj.2010.5453319>

- 6
- Naseem, M. A., Lin, J., Rehman, R. ur, Ahmad, M. I., & Ali, R. (2020). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance? *Management Decision*, 58(1), 164–181. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2018-0594>
- Nelson, J. (2005). Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 11(1–2), 197–228. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.07.001>
- Nguyen, D. V., Nguyen, N. H. K., & Dinh, T. T. (2023). CEO attributes and firm performance: Evidence from companies listed on Ho Chi Minh Stock Exchange. *Cogent Economics and Finance*, 11(2), 1–19. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2282838>
- Nguyen, H. T., Muniandy, B., & Henry, D. (2023). Adjustment speed of capital structure: A literature survey of empirical research. *Australian Journal of Management*, January. <https://doi.org/10.1177/03128962231154744>
- Nguyen, P., Rahman, N., & Zhao, R. (2018). CEO characteristics and firm valuation: a quantile regression analysis. *Journal of Management and Governance*, 22(1), 133–151. <https://doi.org/10.1007/s10997-017-9383-7>
- NILMAWATI, N., UNTORO, W., HADINUGROHO, B., & ATMAJI, A. (2021). The Relationship Between CEO Characteristics and Leverage: The Role of Independent Commissioners. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 787–796. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0787>
- Nirajini, A., & Priya, K. B. (2013). Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Trading Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(5), 1–9.
- Noviani, A. V., Atahau, A. D. R., & Robiyanto, R. (2019). Capital Structure, Profitability and Firm Value_Moderating Effect of Good Corporate Governance. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 22(2), 391–415.
- Oradi, J., Asiaei, K., & Rezaee, Z. (2020). CEO financial background and internal control weaknesses. *Corporate Governance: An International Review*, 28(2), 119–140. <https://doi.org/10.1111/corg.12305>
- Paine, L. S. (2020). *Covid-19 Is Rewriting the Rules of Corporate Governance*. [Www.Hbr.Org](http://www.Hbr.Org).
- Peni, E. (2012). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 18(1), 185–205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394–410. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>
- Ria, R. (2023). Determinant Factors of Corporate Governance on Company Performance: Mediating Role of Capital Structure. *Sustainability (Switzerland)*, 15(3). <https://doi.org/10.3390/su15032309>
- Ross, S. A. (1977). Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach. *Bell J Econ*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Salman, I., Firmansyah, A., Widyaningrum, M. R., Muslim, A. I., Setiawan, D., Pemula, P. D., Octaviani, N. K. D., Astika, I. B. P., Erna, L., Sutama, D. R., Nurulrahmatiah, N., Pratiwi, A., Nurhayati, Dixit, A. M., Subba Rao, S. V., Article, O., Choudhary, K., Singh, M., Choudhary, O. P., ... Winata, F. (2019). Analisis Pengaruh Profitabilitas (Profitability) dan Tingkat Pertumbuhan Modal dan Nilai Perusahaan. *Analisis Pengaruh Profitabilitas Dan Tingkat Pertumbuhan Modal Dan Nilai Perusahaan*, 5(2), 1–11. <https://techniumscience.com/index.php/socialsciences/article/view/332/124%0Ahttp://dx.doi.org/10.1038/ni.1913%250Ahttp://dx.doi.org/10.1016/j.dci.2013.08.014%250Ahttp://dx.doi.org/10.1186/s13071-016-1819-4%250Ahttp://dx.doi.org/10.1016/j.actatropica.2017>
- Sari, R. N., Ahmad, G. N., & Kurnianti, D. (2023). Pengaruh Karakteristik CEO dan Good Corporate Governance terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Bisnis, Manajemen, Dan Keuangan*, 4(1), 1–14. <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/books/NBK558907/>

- Schwartz, M. S., & Kay, A. (2023). The COVID-19 global crisis and corporate social responsibility. In *Asian Journal of Business Ethics* (Vol. 12, Issue 1, pp. 101–124). <https://doi.org/10.1007/s13520-022-00165-y>
- Shao, L. (2019). Dynamic study of corporate governance structure and firm performance in China: Evidence from 2001–2015. *Chinese Management Studies*, 13(2), 299–317. <https://doi.org/10.1108/CMS-08-2017-0217>
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). *Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan*. 12(5), 629–641. <https://doi.org/10.1108/14720701211275569>
- Shen, Y. (2019). CEO characteristics: a review of influential publications and a research agenda. *Accounting and Finance*, 61(1), 361–385. <https://doi.org/10.1111/acfi.12571>
- Singh, A., Lim, W. M., Jha, S., Kumar, S., & Ciasullo, M. V. (2023). The state of the art of strategic leadership. *Journal of Business Research*, 158(January), 113676. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.113676>
- Siromi, B., & Chandrapala, P. (2017). The effect of corporate governance on firms' capital structure of listed companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(2), 19–33. <https://doi.org/10.7441/joc.2017.02.02>
- Sitthipongpanich, T., & Polsiri, P. (2012). CEO Characteristics and Corporate Financing in Thailand. *JEL Classification Codes: G32, G34, M10*, 1–20.
- Sivaprasad, S., & Mathew, S. (2021). Corporate governance practices and the pandemic crisis: UK evidence. *Corporate Governance (Bingley)*, 21(6), 983–995. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2020-0357>
- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *British Accounting Review*, 48(4), 448–463. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>
- Tarighi, H., Hosseiny, Z. N., Akbari, M., & Mohammadhosseini, E. (2023). The Moderating Effect of the COVID-19 Pandemic on the Relation between Corporate Governance and Firm Performance. In *Journal of Risk and Financial Management* (Vol. 16, Issue 7). <https://doi.org/10.3390/jrfm16070306>
- Valente, M. J., Pelham III, W. E., Smyth, H., & MacKinnon, D. P. (2017). Confounding in statistical mediation analysis: What it is and how to address it. In *Journal of Counseling Psychology* (Vol. 64, Issue 6, pp. 659–671). American Psychological Association. <https://doi.org/10.1037/cou0000242>
- Van Khanh, V. T., Hung, D. N., Van, V. T. T., & Huyen, H. T. (2020). A study on the effect of corporate governance and capital structure on firm value in vietnam. *Accounting*, 6(3), 221–230. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.3.004>
- Verhoef, P. C., Noordhoff, C. S., & Sloot, L. (2023). Reflections and predictions on effects of COVID-19 pandemic on retailing. *Journal of Service Management*, 34(2), 274–293. <https://doi.org/10.1108/JOSM-09-2021-0343>
- Vijayakumaran, S., & Vijayakumaran, R. (2019). *Corporate Governance and Capital Structure Decisions: Evidence from Chinese Listed Companies*. 6(3), 67–79. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no3.67>
- Waworontu, S. R., Tjahjana, K. A. N. F., & Rusmanto, T. (2014). The Effect of Corporate Governance on Capital Structure in Public Listed Companies in Indonesia. *Handbook on the Emerging Trends in Scientific Research*, 243–258.
- Weisbach, M. S. (1988). Professors in the Boardroom and Their Impact on Corporate Governance and Firm Performance. *Financial Management*, 44(3), 547–581. <https://doi.org/10.1111/fima.12069>
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance*, 10(2), 75–83. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00271>
- Wieczorek-Kosmala, M., & Henschel, T. (2022). The Role of ERM and Corporate Governance in Managing COVID-19 Impacts: SMEs Perspective. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12). <https://doi.org/10.3390/jrfm15120587>

- Wijaya, F. M., Safitri, R. H., & Yuniartie, E. (2024). Pengaruh Karakteristik CEO terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan Sektor Transportasi dan Logistik di Indonesia. *Owner*, 8(3), 2356–2366. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i3.2189>
- Willy, S. (2021). The Effect of Remote Audit and Agility on the Performance of the Internal Audit (SPI) During the Covid-19 Pandemic to Realize Good Corporate Governance (GCG). *Asian Journal of Law and Governance*, 3(3), 2710–5849. <http://myjms.mohe.gov.my/index.php/ajlg>
- Zattoni, A., & Pugliese, A. (2021). Corporate Governance Research in the Wake of a Systemic Crisis: Lessons and Opportunities from the COVID-19 Pandemic. *Journal of Management Studies*, 58(5), 1405–1410. <https://doi.org/10.1111/joms.12693>
- Zhang, H., & Li, S. (2008). The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies. (*Doctoral Dissertation, Queens University of Technology*), 1–18.
- Zimmerman, M. A. (2008). *E T & P Public Offering*. 215, 391–414.