



CEO WANITA, KEPUTUSAN INVESTASI, DAN KEPUTUSAN PENDANAAN

Oleh

Rahmat Setiawan^{*1}, Zuhroida Bella Meilina², Fisca Fideline Palullungan³

^{1,2,3} Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga

e-mail: ^{*1}rahmatsetiawan@feb.unair.ac.id, ²Zuhroida.bella.meilina-2014@feb.unair.ac.id,
³fisca.fideline.palullungan-2023@feb.unair.ac.id

Abstract

The purpose of this research is to verify the influence of female CEOs on investment and financing decision in manufacturing companies which listed on the Indonesia Stock Exchange. This research uses multiple linear regression models and logistic regression models. The data is acquired from Companies Annual Report Published period 2013-2017. The dependent variables in this research are the level of investment, acquisition decisions, and leverage. The independent variable used in this reseach is female CEO proxied with dummy variable which worth 1 if the company is led by a female CEO, and is worth 0 if vice versa. The finding of this research show that (1) companies led by female CEOs (2) companies led by female CEOs tend not to make acquisitions compared to companies not led by female CEOs, and (3) companies led by female CEOs have lower leverage than companies not led by female CEOs.

Keywords: *Female CEO, Investment Decision, Financing Decision*

PENDAHULUAN

Dalam sebuah perusahaan CEO memiliki peran krusial dalam pengambilan keputusan yang strategis, baik keputusan investasi maupun pendanaan. Hal ini dikarenakan CEO ada pada top level managemet yang memiliki otoritas tertinggi dan memiliki tanggung jawab langsung pada sebuah perusahaan. Banyak faktor yang memengaruhi pengambilan keputusan strategis, mulai dari pertimbangan rasional maupun emosional, hingga faktor psikologis dari seorang CEO itu sendiri.

Pada era globalisasi ini, CEO wanita sebagai pemimpin sebuah perusahaan patut dipertimbangkan kemampuannya dalam pengambilan keputusan. Hal ini dikarenakan terdapat isu mengenai kesetaraan gender yang telah lama diperjuangkan oleh wanita di berbagai negara terutama di Indonesia. Terlepas dari tren peningkatan wanita sebagai direktur utama, tidak dapat dipungkiri bahwa CEO wanita masih sering diperdebatkan keberadaannya. Hal tersebut tidak lepas dari problematika kaum wanita itu sendiri, dimana

adanya anggapan bahwa wanita kurang percaya diri memainkan peran dalam sebuah perusahaan. Perusahaan yang sangat konservatif masih banyak yang menganggap bahwa posisi manajemen puncak harus dipegang oleh CEO pria dan wanita berada pada posisi manajemen di bawahnya. Pandangan ini berawal dari kecenderungan tradisi yang mengakar di masyarakat, di mana mendudukan posisi pria melebihi wanita dalam hal pekerjaan [8].

Persentase jumlah perusahaan yang dipimpin CEO wanita di Indonesia pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012-2016 tampak pada Tabel 1. Tabel tersebut menunjukkan persentase jumlah perusahaan yang dipimpin CEO wanita terhadap perusahaan manufaktur untuk tiap tahunnya, yakni sebesar 10,45% tahun 2012, sebesar 12,07% tahun 2013, sebesar 12,12% tahun 2014, sebesar 10,94% tahun 2015 dan sebesar 10,17% tahun 2016. Secara keseluruhan selama



periode 2012-2016, persentase jumlah perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* wanita sebesar 11,15% dari total sampel, dengan nilai minimum sebesar 10,17% dan nilai maksimum sebesar 12,12%. Persentase jumlah perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* wanita pada perusahaan manufaktur di Indonesia yang sebesar 11,15% lebih besar dibanding dengan persentase jumlah perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* wanita di Singapura yang sebesar 4,94% sebagaimana tampak pada penelitian [6]. Oleh karena itu, menjadi menarik untuk diteliti tentang pengaruh *CEO* wanita terhadap keputusan keuangan yang diambil oleh perusahaan, baik keputusan investasi maupun keputusan pendanaan.

Tabel 1 Persentase jumlah perusahaan yang dipimpin CEO wanita pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia Tahun 2012-2016

PERSENTASE JUMLAH PERUSAHAAN YANG DIPIMPIN <i>CEO</i> WANITA	
2012	10,45%
2013	12,07%
2014	12,12%
2015	10,94%
2016	10,17%
MAX	12,12%
MIN	10,17%
MEAN	11,15%
STDEV	0,91%

Sumber: Laporan Tahunan 2012-2016 perusahaan manufaktur BEI

Terdapat dua fungsi keputusan pokok dalam keuangan yaitu keputusan investasi dan pendanaan. Menurut Sudana (2011:6) Keputusan investasi berkaitan dengan proses pemilihan satu atau lebih alternatif investasi yang dinilai menguntungkan dari sejumlah

alternatif investasi yang tersedia bagi perusahaan [11]. Keputusan pendanaan merupakan keputusan manajemen keuangan dalam menentukan sumber-sumber dana yang paling ekonomis bagi perusahaan untuk mendanai kebutuhan investasi serta menjalankan kegiatan operasional perusahaan.

Perbedaan perilaku pada *CEO* wanita dan *CEO* pria berimplikasi pada pengambilan keputusan keuangan. Huang dan Kisgen (2013) menyatakan bahwa *CEO* pria cenderung *overconfidence* daripada *CEO* wanita dalam mengambil keputusan perusahaan, sehingga cenderung *overestimate* pada kemampuan yang dimiliki untuk menghasilkan return yang lebih tinggi [6]. Perbedaan tingkat *overconfidence* antara *CEO* pria dan *CEO* wanita juga dapat memengaruhi pengambilan keputusan investasi perusahaan untuk melakukan akuisisi [6]. Smit (2001) menjelaskan akuisisi sebagai keputusan investasi strategis yang diambil berdasar pada hasil perhitungan keuntungan *expanded net present value* (NPV) perusahaan yang akan diakuisisi [10]. Hasil *expanded NPV* diperoleh dari *stand-alone value* perusahaan yang akan diakuisisi dikurangi biaya akuisisi dan ditambah dengan *Value of Future Synergistic Opportunities* [10]. *CEO* yang *overconfidence* akan melakukan *overestimate* pada kemampuan yang dimilikinya untuk menghasilkan *Value of Future Synergistic Opportunities* yang tinggi dan melebihi rata-rata pengembalian yang dapat terjadi [9].

Perbedaan selanjutnya antara *CEO* pria dan wanita adalah sudut pandang terhadap risiko. *CEO* wanita cenderung *Risk Averse* [6]. *CEO* wanita seringkali melakukan investasi yang memiliki risiko rendah [13]. Sedangkan *CEO* pria lebih toleran pada investasi yang berisiko untuk menghasilkan keuntungan yang lebih besar [3]. *CEO* wanita yang *Risk Averse* cenderung menghindari risiko kerugian finansial yang diakibatkan oleh *leverage* yang terlalu tinggi [6]. Dengan demikian, perusahaan yang dipimpin *CEO* wanita akan cenderung memiliki *leverage* yang lebih rendah



dikarenakan keinginan untuk menghindari kerugian akibat *leverage* yang terlalu tinggi.

LANDASAN TEORI

CEO Wanita

Chief Executive Officer (CEO) atau biasa disebut dengan direktur utama memiliki peran sangat penting dalam pengambilan keputusan perusahaan. *CEO* mempunyai wewenang dan tanggung jawab penuh atas pengelolaan perusahaan untuk kepentingan perusahaan. Kekuasaan dan kewenangan *CEO* diawasi oleh Dewan Komisaris namun kekuasaan tertinggi tetap berada di tangan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham).

Seorang *CEO* memiliki berbagai karakteristik seperti usia, gender, kewarganegaraan, dan latar belakang. Berdasarkan jenis kelamin, *CEO* dibedakan menjadi dua jenis yakni pria dan wanita. *CEO* wanita cenderung *Risk Averse* dalam mengambil keputusan dibandingkan pria [6]. Selain itu, *CEO* pria cenderung memiliki optimisme yang lebih tinggi dalam melihat masa depan dan hasil investasi [4].

CEO wanita dapat dilihat dari annual report perusahaan tersebut dan dapat diukur menggunakan *dummy* variable dengan penjelasan sebagai berikut:

1 : *CEO* yang memiliki jenis kelamin wanita.

0 : *CEO* yang memiliki jenis kelamin pria.

Pengaruh CEO Wanita Terhadap Tingkat Investasi

Tingkat investasi perusahaan yang dimaksud dalam penelitian ini ditekankan pada investasi aset tetap perusahaan (*fixed asset*) yang merupakan investasi jangka panjang. Kebijakan investasi dapat dilihat dari pengeluaran dana (*modal*) yang dialokasikan untuk investasi pada aset tetap perusahaan yang disebut sebagai *capital expenditure*. Oleh karena itu, tingkat investasi perusahaan (*INV*) dalam penelitian ini diproksikan dengan rasio *capital expenditure to total asset* yang dituliskan dengan rumus:

$$INV_{i,t} = \frac{Net\ Fixed\ Asset_{i,t} - Net\ Fixed\ Asset_{i,t-1} + Depreciation_{i,t}}{Total\ Asset_{i,t}} \quad (1)$$

Keterangan:

$INV_{i,t}$: Tingkat investasi perusahaan i pada tahun t
 $Net\ Fixed\ Asset_{i,t}$: Aset tetap bersih perusahaan i pada tahun t
 $Net\ Fixed\ Asset_{i,t-1}$: Aset tetap bersih perusahaan i pada tahun t-1
 $Depreciation_{i,t}$: Depresiasi perusahaan i pada tahun t
 $Total\ Asset_{i,t}$: Total aset perusahaan i pada tahun t

Beberapa penelitian menyatakan bahwa *CEO* wanita seringkali melakukan investasi lebih rendah dibanding dengan *CEO* pria. Temuan Hayong & Pandin (2023) menyatakan bahwa karakteristik CEO, termasuk gender, tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dan pendanaan. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh gender *CEO* bersifat kontekstual dan dapat dipengaruhi oleh perbedaan waktu, metode, serta karakteristik sampel penelitian [5]. *CEO* wanita dapat memperbaiki tata kelola dan mengurangi konflik keagenan, sehingga berkontribusi pada efisiensi investasi [12]. Ini dapat mendasari mengapa *CEO* wanita mungkin enggan melakukan investasi besar seperti akuisisi atau penggunaan utang tinggi (*leverage*) karena kecenderungan kehati-hatian (*Risk Aversion*).

Hal ini dikarenakan perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* wanita membuat pilihan investasi yang kurang berisiko (*Risk Averse*) dengan melakukan pembelanjaan modal pada *fixed asset* (*capital expenditure*) yang lebih rendah dibanding perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* pria [1].

H₁ : *CEO* wanita berpengaruh negatif terhadap tingkat investasi



Pengaruh CEO Wanita Terhadap Akuisisi

Menurut Sudana (2011:238) akuisisi adalah penggabungan dua perusahaan yang mana perusahaan akuisitor membeli sebagian saham perusahaan yang diakuisisi, sehingga pengendalian manajemen perusahaan yang diakuisisi berpindah kepada perusahaan akuisitor, sementara kedua perusahaan masing-masing tetap beroperasi sebagai suatu badan hukum yang berdiri sendiri [11]. Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No.27 tahun 1998 tentang penggabungan, peleburan dan pengambilalihan. Perseroan Terbatas mendefinisikan “akuisisi sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau perseorangan untuk mengambil alih baik seluruh atau sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut”.

Akuisisi merupakan keputusan investasi strategis yang diambil berdasar pada hasil perhitungan keuntungan *expanded net present value* (NPV) perusahaan yang akan diakuisisi. Hasil *expanded NPV* diperoleh dari *stand-alone value* perusahaan yang akan diakuisisi dikurangi biaya akuisisi dan ditambah dengan *value of future synergistic opportunities* [10]. *Stand-alone value* dilihat dari *market value* sebelum dilakukan akuisisi sedangkan *value of future synergistic opportunities* dinilai dari estimasi hasil konsolidasi yang akan diterima ketika melakukan akuisisi ditambah dengan *flexibility value* dari ketidakpastian bisnis di masa depan [10].

Akuisisi dapat dilihat dari annual report perusahaan dan dapat diukur menggunakan *dummy variable* dengan penjelasan sebagai berikut:

- 1: jika perusahaan melakukan akuisisi.
- 0: jika perusahaan tidak melakukan akuisisi.

Hal yang menyebabkan CEO wanita dan pria berbeda dalam mengambil keputusan akuisisi adalah CEO pria cenderung *overconfidence* dalam mengambil keputusan [6]. CEO yang *overconfidence* akan melakukan

overestimate pada kemampuan yang dimilikinya untuk menghasilkan *value of future synergistic opportunities* yang tinggi dan melebihi rata-rata pengembalian yang dapat terjadi [9]. Hal tersebut menyebabkan, CEO yang *overconfidence* menilai *expanded NPV* dari akuisisi akan bernilai lebih besar dan mendorong perusahaan melakukan akuisisi [6].

Hal selanjutnya yang menyebabkan CEO wanita dan pria berbeda dalam mengambil keputusan akuisisi adalah CEO wanita cenderung *Risk Averse* dalam mengambil keputusan [4]. Dalam pengambilan keputusan akuisisi, Smit (2001) menjelaskan *expanded NPV* dari akuisisi mempertimbangkan *value of future synergistic opportunities* [10]. Reaksi pasar dan kompetitor setelah perusahaan melakukan akuisisi dapat berisiko untuk mengurangi *value of future synergistic opportunities* secara signifikan [10]. Sikap CEO yang cenderung menghindari risiko kerugian di masa depan (*Risk Averse*) akan menghindari keputusan akuisisi yang berisiko tinggi dibandingkan dengan CEO yang *risk tolerance* [9].

Dengan demikian, perusahaan dengan CEO wanita akan melakukan akuisisi lebih sedikit jika dibandingkan dengan perusahaan yang dipimpin CEO pria. Hal ini dikarenakan CEO wanita cenderung menghindari risiko dalam mengambil keputusan.

H₂ : CEO wanita berpengaruh negatif terhadap keputusan akuisisi

Pengaruh CEO Wanita Terhadap Leverage

Menurut Sudana (2011: 157) *leverage* pada dasarnya dibagi menjadi dua macam, yaitu *leverage* operasi dan *leverage* keuangan [11]. *Leverage* operasi adalah penggunaan aktiva yang menimbulkan beban tetap berupa penyusutan. *Leverage* keuangan timbul karena perusahaan dibelanjai dengan dana yang menimbulkan beban tetap, yaitu utang dengan beban tetapnya berupa bunga. *Leverage* keuangan dibedakan menjadi: financial



structure (struktur keuangan) dan capital structure (struktur modal).

Struktur modal ditunjukkan oleh komposisi utang jangka panjang, saham istimewa, saham biasa, dan laba ditahan. Perhitungan *leverage* perusahaan diukur dengan nilai debt ratio, dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$LEV_{i,t} = \frac{Total\ Debt_{i,t}}{Total\ Asset_{i,t}} \quad (2)$$

Keterangan:

$LEV_{i,t}$: *Leverage* perusahaan i pada tahun t

$Total\ Debt_{i,t}$: Total utang perusahaan i pada tahun t

$Total\ Asset_{i,t}$: Total aset perusahaan i pada tahun t

Perbedaan pengambilan keputusan pendanaan antara *CEO* wanita dan pria juga disebabkan oleh *overconfidence* dimana *CEO* pria lebih *overconfidence* dibandingkan dengan *CEO* wanita [4]. Barber dan Odean (2001) berpendapat bahwa *CEO* yang *overconfidence* dalam mengestimasi forecast pengembalian di masa depan lebih besar dari rata-rata *CEO* cenderung lebih banyak menggunakan utang untuk mendanai investasi dikarenakan keyakinan investasi pada proyek yang dilakukan akan menghasilkan keuntungan sehingga merasa mampu untuk membayar biaya utang [2].

Berdasarkan penjelasan di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat perbedaan pengambilan keputusan dalam perusahaan antara *CEO* wanita dan pria. *CEO* wanita lebih sedikit menggunakan *leverage* dibandingkan dengan *CEO* pria dikarenakan *CEO* wanita ingin menghindari risiko (*Risk Averse*) dan tidak *overconfidence* dibandingkan *CEO* pria.

H₃ : *CEO* wanita berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel ditentukan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria: perusahaan terdaftar selama periode 2013–2017, memiliki data yang lengkap sesuai kebutuhan penelitian, serta menyajikan laporan keuangan dalam mata uang selain US dollar.

Variabel Independen

CEO Wanita

CEO wanita didefinisikan sebagai direktur utama pada perusahaan manufaktur yang dikendalikan oleh wanita yang memegang peranan sangat penting dalam pengambilan keputusan di sebuah perusahaan. Cara mengetahui apakah kepemimpinan perusahaan dikendalikan oleh wanita adalah dengan melihat *Annual Report* perusahaan tersebut.

Cara mengukur *CEO* wanita dilakukan dengan menggunakan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika perusahaan dipimpin oleh *CEO* wanita, dan bernilai 0 jika perusahaan dipimpin oleh *CEO* pria.

Variabel Dependen

Tingkat Investasi

Tingkat investasi perusahaan yang diukur menggunakan *capital expenditure to total asset* menunjukkan seberapa besar investasi yang dilakukan perusahaan pada aset tetap. Dihitung dengan menggunakan rumus 1.

Akuisisi

Akuisisi dapat diartikan sebagai pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain. Akuisisi dapat ditentukan dengan melihat *annual report* perusahaan tersebut. Akuisisi dapat diukur menggunakan *dummy variable* dengan penjelasan sebagai berikut:

1: jika perusahaan melakukan akuisisi.

0: jika perusahaan tidak melakukan akuisisi.

Leverage

Leverage menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menggunakan dana untuk



mendanai investasi atau kegiatan operasional perusahaan yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Dihitung dengan menggunakan rumus 2.

Variabel Kontrol

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menunjukkan skala perusahaan yang dilihat dari total aktiva perusahaan pada akhir tahun. Dihitung dengan menggunakan rumus :

$$SIZE_{i,t} = \ln Total Asset_{i,t} \quad (3)$$

Keterangan:

$SIZE_{it}$: Ukuran perusahaan i pada tahun t

Ln : Logaritma natural

$Total Asset_{it}$: Total aset perusahaan i pada tahun t

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan aktiva, penjualan dan modal dalam suatu periode tertentu. Dihitung dengan menggunakan rumus :

$$ROA_{i,t} = \frac{Earning Before Tax_{i,t}}{Total Asset_{i,t}} \quad (4)$$

Keterangan:

$ROA_{i,t}$: Profitabilitas perusahaan i pada tahun t

$Earning Before Tax_{i,t}$: Laba sebelum pajak perusahaan i pada tahun t

$Total Asset_{it}$: Total aset perusahaan i pada tahun t

Tobins Q

Tobins Q (TQ) merupakan rasio nilai pasar total asset terhadap nilai buku total asset, yang diukur menggunakan rumus:

$$TQ_{i,t} = \frac{(harga saham_{i,t} \times jumlah saham beredar_{i,t}) + total utang_{i,t}}{total asset_{i,t}} \quad (5)$$

Keterangan:

$TQ_{i,t}$: Tobins Q perusahaan i pada tahun t

$Harga saham_{i,t}$: Harga saham perusahaan i pada tahun t

$Jumlah Saham Beredar_{i,t}$: Jumlah saham perusahaan i pada t

$Total utang_{i,t}$: Total utang perusahaan i pada tahun t

$Total asset_{i,t}$: Total aset perusahaan i pada tahun t

Model Analisis

Model analisis dalam penelitian ini terbagi menjadi tiga, yaitu :

1. Pengujian CEO wanita terhadap tingkat investasi perusahaan.

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEOW_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 TQ_{i,t-1} + e_{i,t-1}$$

2. Pengujian CEO wanita terhadap akuisisi perusahaan.

$$\ln\left(\frac{P}{P-1}\right)_{i,t} = \alpha + \alpha_1 CEOW_{i,t-1} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t-1} + \alpha_4 TQ_{i,t-1}$$

4. Pengujian CEO wanita terhadap leverage perusahaan.

$$LEV_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 CEOW_{i,t-1} + \delta_2 SIZE_{i,t-1} + \delta_3 ROA_{i,t-1} + \delta_4 TQ_{i,t-1} + e_{i,t-1}$$

Keterangan :

β_0 : Konstanta

$\beta_1 - \beta_8$: Koefisien regresi model 1

$\alpha_1 - \alpha_8$: Koefisien regresi model 2

$\delta_1 - \delta_8$: Koefisien regresi model 3

$\ln\left(\frac{P}{P-1}\right)_{i,t}$: Logaritma pemilihan kriteria 1 jika perusahaan melakukan akuisisi dan 0 jika perusahaan tidak melakukan akuisisi

$INV_{i,t}$: Tingkat investasi perusahaan i pada tahun t

$LEV_{i,t}$: Leverage perusahaan i pada tahun t

$CEOW_{i,t-1}$: Dummy CEO wanita perusahaan i pada tahun t-1

$SIZE_{i,t-1}$: Ukuran perusahaan i pada tahun t-1



ROA_{i,t-1} : *Return on Asset* perusahaan i pada tahun t-1
TQ_{i,t-1} : Tobins Q perusahaan i pada tahun t-1
e_{i,t-1} : Residual error perusahaan i pada tahun t-1

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Deskripsi hasil penelitian ini menyajikan statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan. Tabel 2 menampilkan jumlah observasi (N), nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi untuk masing-masing variabel.

Tabel 2 Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

	N	Min	Max	Mean	Std. Dev
INV	314	-0,2	0,35	0,08	0,07
Akuisisi	314	0	1	0,17	0,37
LEV	314	0,04	0,99	0,48	0,19
CEO Wanita ^a	314	0	1	0,11	0,31
SIZE	314	23,08	33,20	28,21	1,53
ROA	314	-0,25	0,88	0,09	0,11
TQ	314	0,34	13,94	1,84	1,69
Valid N (listwise)	314				

Sumber: Hasil Olah Data SPSS 20

^a : variabel *dummy*

Pada Tabel 2 dapat dilihat jumlah observasi (N) yang dilakukan pada perusahaan manufaktur tahun 2013 - 2017 yaitu sebanyak 314 observasi. Berdasarkan tabel 1 rata-rata tingkat investasi yang dimiliki perusahaan manufaktur di Indonesia sebesar 0,08 dengan standar deviasi 0,07 Nilai minimum tingkat investasi sebesar -0,02 dan nilai maksimum tingkat investasi sebesar 0,35. Untuk variabel akuisisi dihitung menggunakan variabel *dummy*, yang bernilai 1 jika perusahaan manufaktur melakukan akuisisi dan bernilai 0 jika tidak melakukan akuisisi. Pada hasil tabel

deskriptif (tabel 2) menunjukkan rata-rata akuisisi sebesar 0,17 dengan standar deviasi sebesar 0,37. Hal ini menunjukkan dari 314 perusahaan digunakan sebagai sampel penelitian 17% perusahaan melakukan akuisisi.

Perusahaan manufaktur memiliki nilai rata-rata *leverage* sebesar 0,48 dan standar deviasi 0,19 yang dihitung dengan total debt to total asset. *Leverage* memiliki nilai minimum sebesar 0,04 dan nilai maksimum sebesar 0,99. Variabel *CEO* wanita dihitung dengan variabel *dummy*, yang akan bernilai 1 jika perusahaan manufaktur dipimpin *CEO* wanita dan 0 jika dipimpin *CEO* pria. Rata-rata variabel *CEO* wanita memiliki nilai sebesar 0,11 dengan standar deviasi 0,31. Hal ini menunjukkan dari 314 perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian, 11% perusahaan dipimpin oleh *CEO* wanita.

Untuk variabel kontrol pada penelitian ini, variabel ukuran perusahaan manufaktur di Indonesia (*SIZE*) memiliki rata-rata 28,2179 dengan standart deviasi sebesar 1,53086. Nilai minimum dari *SIZE* sebesar 23,08 serta nilai maksimum sebesar 33,20. Untuk variabel profitabilitas dapat dihitung dengan *ROA* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0922 dengan standar deviasi sebesar 0,11500. Nilai minimum dari profitabilitas sebesar -0,25 dan nilai maksimum sebesar 0,88. Variabel yang terakhir yakni Tobins Q (*TQ*) menggambarkan penilaian pasar terhadap suatu perusahaan memiliki rata-rata sebesar 1,84 dan standar deviasi sebesar 1,69 dengan nilai minimum 0,34 dan nilai maksimum 13,94.

Analisis Regresi Linear Berganda

Berikut adalah hasil analisis dan pengujian hipotesis model regresi linear berganda dengan menggunakan variabel independen yang terdiri *CEO* Wanita. Variabel dependen tingkat investasi, akuisisi, dan *leverage*. Serta variabel kontrol berupa *Size*, *Profitabilitas*, dan Tobins Q.



Tabel 3 Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Variabel	Model 1 Tingkat Investasi	Model 3 Leverage
(Constant)	0,325 (0,000)	0,986 (0,000)
CEO Wanita ^a	-0,030** (0,020)	-0,191*** (0,000)
SIZE	-0,009*** (0,002)	-0,015** (0,028)
ROA	0,141*** (0,001)	-0,620*** (0,000)
TQ	-0,001 (0,630)	0,006 (0,404)
R-Square	0,065	0,239
F-Statistic	5,397	24,278
N	314	314

Sumber: Hasil Olah Data SPSS 20

^a : Variabel *dummy*

***): Tingkat signifikansi 10%

Tabel 3 menunjukkan hasil analisis regresi linear berganda dari model 1 dan model 3. Hasil analisis regresi berganda model 1 menunjukkan jika CEO wanita berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat investasi pada tingkat signifikansi 5% sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang dipimpin oleh CEO wanita akan memiliki tingkat investasi yang lebih rendah atau lambat. Hasil analisis regresi berganda model 3 menunjukkan jika CEO wanita berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* pada tingkat signifikansi 5% sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang dipimpin oleh CEO wanita cenderung lebih sedikit

menggunakan utang daripada perusahaan yang dipimpin oleh CEO pria.

Koefisien determinasi atau R2 digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen. Model 1 menunjukkan bahwa nilai R2 bernilai 0,065 yang mengindikasikan bahwa sebesar 6,5% variabel dependen tingkat investasi dapat dijelaskan oleh variabel independen CEO wanita dan variabel kontrol pada model ini, sedangkan sisanya yakni sebesar 93,5% dijelaskan oleh variabel independen lain yang tidak digunakan dalam model ini. Koefisien determinasi model 3 bernilai 0,239 yang mengindikasikan bahwa sebesar 23,9% variabel dependen leverage dapat dijelaskan oleh variabel independen CEO wanita dan variabel kontrol pada model ini, sedangkan sisanya yakni sebesar 76,1% dijelaskan oleh variabel independen lain yang tidak digunakan dalam model ini.

Berdasarkan tabel 3 diatas, hasil uji model 1 dan model 3. Model 1 ini menunjukkan variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat investasi perusahaan manufaktur. Variabel kontrol kedua ROA berpengaruh positif signifikan terhadap tingkat investasi perusahaan manufaktur. Variabel kontrol ketiga TQ berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap tingkat investasi. Sedangkan model 3 ini menunjukkan variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* perusahaan manufaktur. Variabel kontrol kedua ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* perusahaan manufaktur. Variabel kontrol ketiga TQ berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *leverage*.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dijabarkan di atas, maka dapat diambil kesimpulan bahwa CEO wanita berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat investasi.



Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* wanita memiliki tingkat investasi lebih rendah dibanding dengan perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* pria, *CEO* wanita berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan akuisisi. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* wanita memiliki kecenderungan melakukan akuisisi lebih rendah dibanding perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* pria, *CEO* wanita berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penemuan Hussain et al. (2025) yang menunjukkan bahwa *CEO* wanita tidak selalu bersifat *Risk Averse* dalam pengambilan keputusan pendanaan. Di bawah kondisi tertentu, seperti struktur kepemilikan, hubungan dengan perusahaan besar, dan sektor industri. *CEO* wanita justru cenderung menggunakan pembiayaan utang, khususnya jangka panjang. Hal ini menegaskan bahwa pengaruh gender terhadap keputusan keuangan bersifat kontekstual dan tidak bisa digeneralisasi [7].

Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* wanita memiliki leverage lebih rendah dibanding perusahaan yang dipimpin oleh *CEO* pria.

Saran

Bagi investor, dalam mengambil keputusan investasi pada saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebaiknya mempertimbangkan keberadaan *CEO* wanita dalam perusahaan karena berdasarkan hasil penelitian ini *CEO* wanita memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi dan pendanaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Bagi penelitian selanjutnya, sebaiknya tidak hanya meneliti tentang pengaruh *CEO* wanita terhadap keputusan investasi dan pendanaannya saja, namun juga meneliti pengaruh *CEO* wanita terhadap kinerja dan risiko perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Andhikari, B. 2012. Gender Differences in Corporate Financial Decision and Performance. *Working Paper, Culverhouse College of Commerce, The University of Alabama, Tuscaloosa*.
- [2] Barber, B. M., Odean, T. 2004. Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal Of Economics*.
- [3] Bernasek, A., Shwiff, S. 2001 Gender, Risk, and Retirement. *Journal of Economic Issues*, 35:2, 345-356
- [4] Graham, J. R., Harvey, C. R., Puri, M. 2013. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*.
- [5] Hayong, P. M. D. S., & Pandin, M. Y. R. (2023). Pengaruh Karakteristik Ceo Terhadap Keputusan Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *JURNAL RISET MANAJEMEN DAN EKONOMI (JRIME)*, 1(2), 105-124
- [6] Huang, Jiekun dan Kisgen, D.J. 2013. Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative To Female Executive?. *Journal of Financial Economics* 108,822-839.
- [7] Hussain, M., Rehman, R., & Bashir, U. (2025). *Female CEOs and SMEs' financing decision: Evidence from firm-level data*. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 17(1), 70–94. <https://doi.org/10.1108/APJBA-03-2023-0140>
- [8] Kusumawati, A. 2007. Kepemimpinan Dalam Perspektif Gender: Adalah Perbedaan. Universitas Brawijaya. *Jurnal Administrasi Bisnis Vol I No.1*, Juni 2007.
- [9] Malmendier, U., Tate, G. 2008. Who makes acquisition? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics* 89 (2008) 20-43.
- [10] Smith, H.T.J. 2001. Acquisition



-
- Strategies as Option Games. *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 14.2.
- [11] Sudana, I M. 2011. *Manajemen Keuangan Teori dan Praktik*. Edisi Kedua. Surabaya. Erlangga.
- [12] Ullah, I., Majeed, M. A., Fang, H.-X., & Khan, M. A. (2020). Female CEOs and investment efficiency: evidence from an emerging economy. *Pacific Accounting Review*, 32(4), 443–474.
- [13] Le, B., & Agnew, C. R. (2003). Commitment and its theorized determinants: A meta-analysis of the Investment Model. *Personal Relationships*, 10(1), 37–57. <https://doi.org/10.1111/1475-6811.00035>