

# **UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH TIDAK LANGSUNG KOMISARIS INDEPENDEN DAN DIREKTUR INDEPENDEN TERHADAP LEVERAGE**

**(STUDI KASUS: PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERBUKA DI INDONESIA TAHUN 2010-2018)**

**TESIS**

**YOKE YOLANDA**

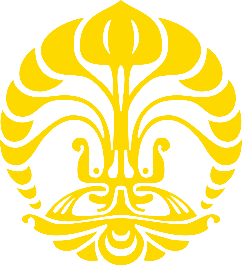
**1706132026**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**

**UNIVERSITAS INDONESIA**

**2019**



# **UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH TIDAK LANGSUNG KOMISARIS INDEPENDEN DAN DIREKTUR INDEPENDEN TERHADAP LEVERAGE**

**(STUDI KASUS: PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERBUKA DI INDONESIA TAHUN 2010-2018)**

**TESIS**

**Diajukan sebagai Salah Satu Syarat untuk Memperoleh Gelar**

**Magister Manajemen**

**YOKE YOLANDA**

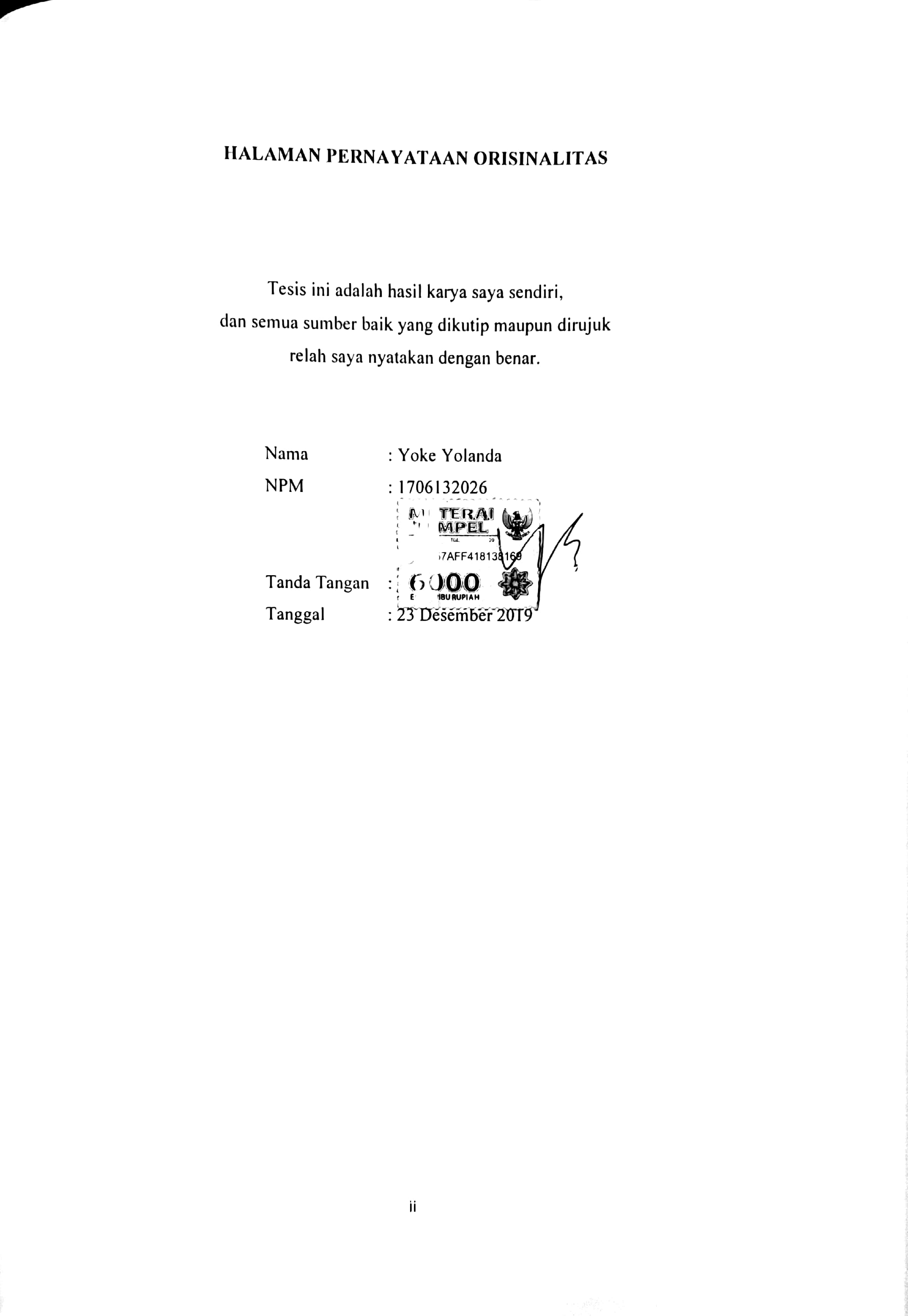
**1706132026**

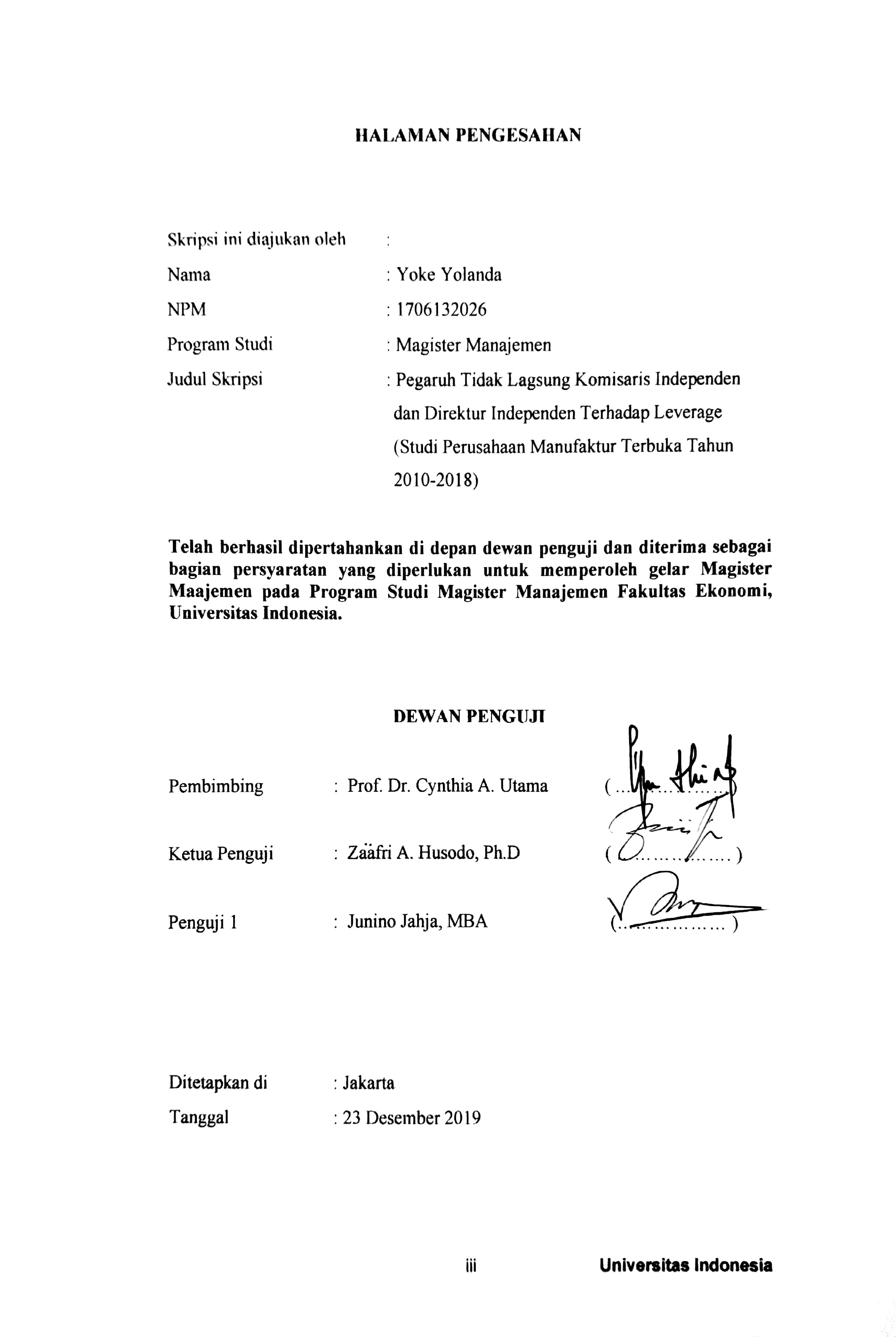
**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**

**UNIVERSITAS INDONESIA**

**2019**





**KATA PENGANTAR**

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa karena dengan rahmat-Nya penulis dapat menyelesaikan tesis berjudul “Pengaruh Tidak Langsung Komisaris Independen dan Direktur Independen Terhadap *Leverage* Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia” sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Master Manajamen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa keberhasilan ini tidak terlepas dari dukungan dan bantuan dari berbagai pihak mulai dari masa perkuliahan hingga penyusunan tesis. Oleh karena itu penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

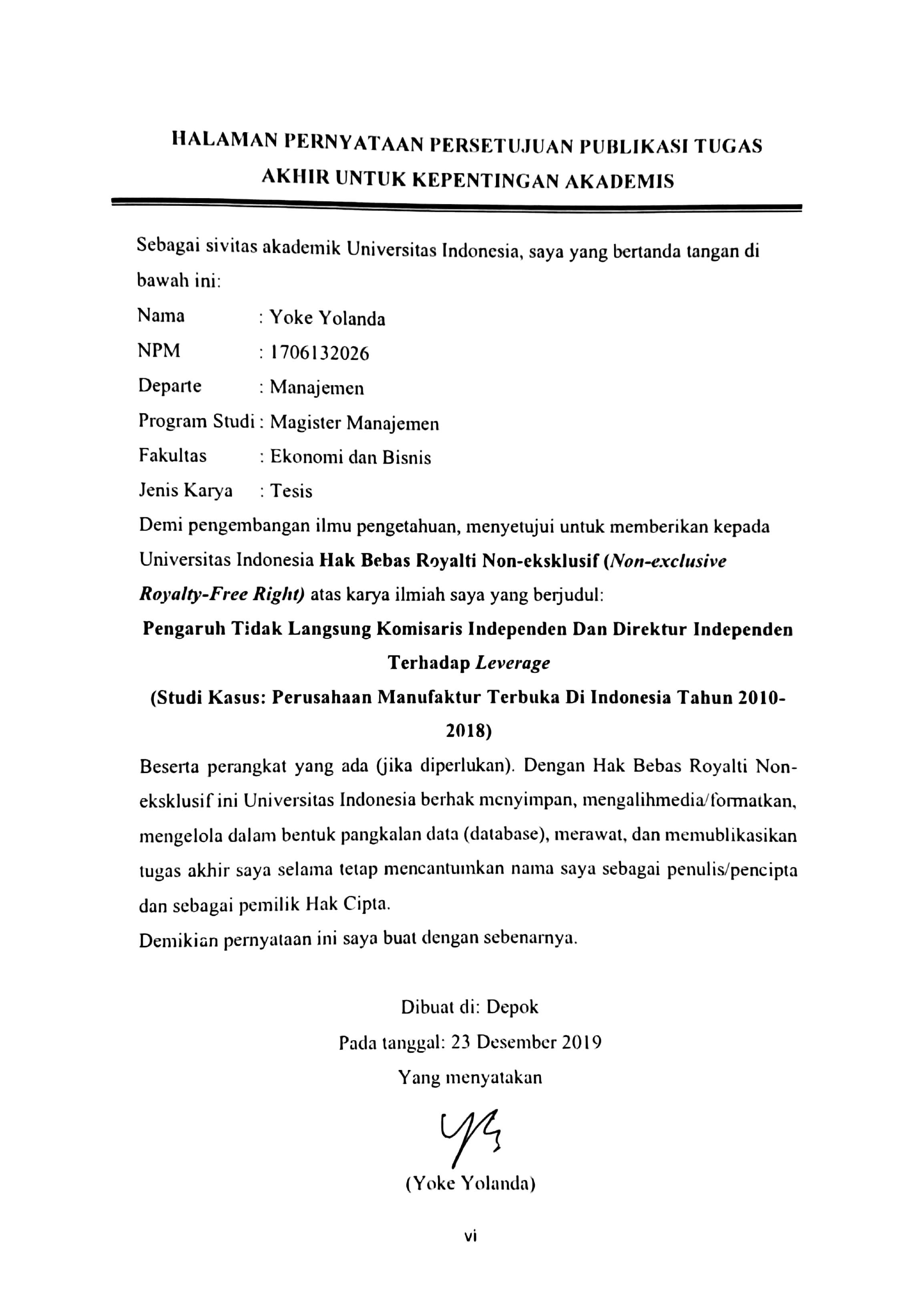
1. Prof. Dr. Cynthia A. Utama, S.E., M.E selaku dosen pembimbing yang telah memberikan arahan, masukan, dan saran kepada penulis selama proses penulisan tesis berlangsung.
2. Bapak Zaafri A. Husodo, Ph.D dan Bapak Junino Jahja, MBA selaku dosen penguji yang memberikan berbagai kritik dan saran dalam proses penulisan tesis.
3. Mama dan papa, dan adik Dela yang sudah memberikan dukungan moral dan material kepada penulis dan memberikan inspirasi untuk penulis sehingga proses penyelesaian perkuliahan dan tesis dilancarkan dan dimudahkan.
4. Teman-teman kuliah A-172 dan KP-172 yang selalu memberi semangat dan banyak membantu penulis selama proses perkuliahan dan penulisan tesis
5. Teman seperjuangan penulis, Wahyu Purbo dan Nabila yang telah memberikan banyak semangat saat bimbingan bersama.
6. Teman lama penulis, Syahruni Pelu, Fajaria Noviarnata, dan Rahajeng Anis yang memberikan banyak bantuan dan semangat selama proses penyelesaian penulisan tesis ini.
7. Kepada seluruh staff MMUI untuk segala bantuan yang diberikan kepada penulis
8. Dan pihak-pihak lain yang tidak bisa disebutkan satu per satu yang secara tulus mau membantu penulis hingga tesis ini terselesaikan dengan baik.

Akhir kata, penulis berharap agar tesis ini dapat memberikan banyak manfaat untuk pengembangan ilmu dan dunia korporasi.

Jakarta, 20 Januari 2019

Penulis

Yoke Yolanda



**ABSTRAK**

Nama : Yoke Yolanda

Program Studi : Magister Manajemen

Judul : Pengaruh Tidak Langsung Komisaris Indpenden dan Direktur Independen terhadap *Leverage* Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Pembimbing : Prof. Dr. Cynthia A. Utama, S.E., M.E.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan *leverage* dan juga kekuatan kehadiran komisaris independen dan direktur independen dalam mempengaruhi hubungan struktur kepemilikan keluarga terhadap leverage. Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* yang menghasilkan 22 perusahaan publik manufaktur Indonesia yang beroperasi pada periode 2010-2018 sebagai sampel. Data panel dikumpulkan dari Thomson Reuters dan data kepemilikan keluarga dikumpulkan secara manual dari laporan tahunan perusahaan. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan empat model. Hasilnya menyatakan bahwa struktur kepemilikan keluarga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage.* Interaksi dari direktur independen terbukti memperkuat hubungan strukur kepemilikan keluarga terhadap *leverage* namun komisaris independen tidak terbukti dapat memperkuat hubungan struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage.* Hasil penelitian ini dapat membantu perusahaan untuk membuat keputusan pembiayaan dan mengurangi masalah keagenan.

**Kata kunci**: Leverage, Struktur Kepemilikan Keluarga, Direktur Independen, Komisaris Independen, Indonesia

# **ABSTRACT**

Name : Yoke Yolanda

Study Program : Master of Management

Title : The Indirect Effect of Independent Commissioner and Independent Director to Leverage In Indonesia Manufacturing Public Firms

Supervisor : Prof. Dr. Cynthia A. Utama, S.E., M.E.

*The purpose of this research is to examine the relation between family ownership structure and leverage and also the indirect impact of independent commissioner and independent director on the relationship of the family ownership structure and leverage. This research applied a purposive sampling technique that resulted 22 Indonesian manufacturing public firms operated in the period 2010-2018 as the sample. The panel data was collected from Thomson Reuters and family ownership data is manually collected from the company annual report. This research using multiple regression analysis with four models. The result provides that family ownership structure is negatively significant to leverage. Independent director is proved strengthen the negative relationship of family ownership and leverage yet the independent commissionaire is insignificantly related to the relationship between family ownership and leverage. The result of this research could help the company to make a financing decision and mitigate the agency problem.*

***Keywords****: Leverage, Family Ownership Structure, Independent Director, Independent Commissionaire, Indonesia*

# **DAFTAR ISI**

HALAMAN JUDULi

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITASii

HALAMAN PENGESAHANiii

KATA PENGANTARiv

HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAHvi

ABSTRAKvii

*ABSTRACT*viii

DAFTAR ISIix

DAFTAR TABELxii

DAFTAR GAMBARxiii

DAFTAR LAMPIRANxiv

BAB I PENDAHULUAN1

1.1 Latar Belakang Masalah1

1.2 Rumusan Masalah5

1.3 Tujuan Penelitian6

1.4 Manfaat Penelitian6

1.5 Sistematika Penulisan7

BAB II TINJAUAN PUSTAKA9

2.1 Leverage9

2.1.1 *Pecking Order Theory*10

2.1.2 *Statistic Trade Order Theory*11

2.2 Struktur Kepemilikan Keluarga12

2.3 Dewan Komisaris (Komisaris Independen)13

2.4 Dewan Direktur (Direktur Independen)14

2.5 Profitabilitas15

2.6 Ukuran Perusahaan15

2.7 *Growth Opportunities*16

2.8 *Tax Ratio*17

2.9 Penelitian Terdahulu17

BAB III METODOLOGI PENELITIAN18

3.1 Rerangka Konseptual18

3.2 Pengembangan Hipotesis20

3.3 Model Penelitian22

3.4 Definisi Operasional Variabel24

3.4.1 Variabel Dependen24

3.4.2 Variabel Independen24

3.4.3 Variabel Moderasi24

3.4.4 Variabel Kontrol25

3.5 Populasi dan Sampel26

3.6 Metode Pengumpulan Data26

3.7 Pengujian Empiris26

3.7.1 Statistik Deskriptif27

3.7.2 Model Estimasi Data Panel28

3.7.3 Pengujian Model Estimasi29

3.7.4 Pengujian Asumsi Klasik30

3.7.5 Pengujian Hipotesis31

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN33

4.1 Hasil Seleksi pada Sampel33

4.2 Analisa Data34

4.3 Uji Normalitas36

4.4 Uji Korelasi37

4.5 Pemilihan Metode Regresi Data Panel37

4.5.1 Uji Chow37

4.5.2 Uji Hausman38

4.6 Uji Asumsi Klasik38

4.6.1 Uji Multikolinearitas38

4.6.2 Uji Autokolinearitas38

4.6.3 Uji Heteroskedastisitas39

4.7 Uji Hipotesis39

4.7.1 Kepemilikan Keluarga terhadap *Leverage*42

4.7.2 Komisaris Independen dan Direktur Independen 43

4.7.3 Profitabilitas terhadap *Leverage* 44

4.7.4 Ukuran Perusahaan terhadap *Leverage* 44

4.7.5 *Growth Opportunities* terhadap *Leverage* 44

4.7.6 *Tax Ratio* terhadap *Leverage* 44

4.7.7 Uji F45

4.7.8 Uji Koefisien Determinasi46

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN47

5.1 Kesimpulan47

5.2 Keterbatasan Penelitian47

5.3 Saran48

DAFTAR PUSTAKA49

LAMPIRAN53

# DAFTAR TABEL

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Hasil Seleksi pada Sampel34

Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif34

Tabel 4.3 Hasil Uji Chow37

Tabel 4.4 Hasil Uji Hausman38

Tabel 4.5 Ringkasan Hasil Regresi Model 139

Tabel 4.6 Ringkasan Hasil Regresi Model 240

Tabel 4.7 Ringkasan Hasil Regresi Model 341

Tabel 4.8 Ringkasan Hasil Regresi Model 442

Tabel 4.9 Hasil Uji Koefisien Determinasi45

**DAFTAR GAMBAR**

Gambar 3.1 Rerangka Konseptual53

**DAFTAR LAMPIRAN**

Lampiran 1 Sampel Perusahaan53

Lampiran 2 Data Penelitian54

Lampiran 3 Hasil Uji Normalitas58

Lampiran 4 Korelasi Pearson DER58

Lampiran 5 Korelasi Pearson DAR 58

Lampiran 6 Korelasi Spearman DER 59

Lampiran 7 Korelasi Spearman DAR 59

Lampiran 8 Hasil Uji Autokolinearitas60

Lampiran 9 Hasil Uji Heteroskedastisitas 60

Lampiran 10 PLS Model 160

Lampiran 11 FEM Model 161

Lampiran 12 REM Model 161

Lampiran 13 GLS Model 162

Lampiran 14 PLS Model 262

Lampiran 15 FEM Model 263

Lampiran 16 REM Model 263

Lampiran 17 GLS Model 264

Lampiran 18 PLS Model 364

Lampiran 19 FEM Model 365

Lampiran 20 REM Model 365

Lampiran 21 PLS Model 466

Lampiran 22 FEM Model 467

Lampiran 23 REM Model 467

# **BAB 1**

# **PENDAHULUAN**

## **Latar Belakang Masalah**

Di beberapa negara khususnya yang tergolong dalam *emerging countries*, bisnis yang berjalan didominasi oleh perusahaan milik keluarga (ElBannan, 2017). Di Indonesia, sejumlah 95% bisnis di Indonesia merupakan milik keluarga (Price Waterhouse Cooper, 2014). Dominasi perusahaan keluarga ini menyebabkan *emerging countries* menjadi rentan akan terjadinya *agency problem* atau dengan kata lain adanya konflik akibat adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent*.

Berdasarkan *agency theory*, terdapat dua pandangan berbeda terkait *family ownership*. Pertama, hal positif yang dimiliki kepemilikan keluarga adalah kemampuan memonitoring manajemen lebih baik dibanding perusahaan non-keluarga karena terdapat keselarasan antara pemegang saham mayoritas dengan manajemen perusahaan atau dikenal dengan *alignment effect* (Anderson & Reeb, 2003; Demsetz  & Lehn, K., 1985; Wang, 2006). Kedua, perusahaan keluarga juga dianggap lebih tidak berisiko bagi para kreditur dibandingkan dengan perusahaan yang bukan milik keluarga karena dalam mengelola perusahaan terdapat perilaku konservatif dan *non-risk seeking* (Croci, Doukas, & Gonenc, 2011)*.* Sisi negatif yang ditimbulkan dari keluarga yang menjadi *majority shareholder* yaitu keluarga memiliki kekuatan untuk menyalahgunakan nilai perusahaan dengan cara menindas pemegang saham minoritas (Easterbrook, 2018; Shleifer & Vishny, 2002) atau dikenal dengan *entrenchment effect* (Mulyani, Singh, & Mishra, 2016). Selain itu, dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, pemegang saham mayoritas yang juga sebagai *controlling shareholders* memiliki informasi terkait operasi bisnis perusahaan yang lebih akurat (Utama, 2008).

Pemilihan antara utang dan ekuitas yang dimiliki perusahaan merupakan isu penting dan juga krusial terkait keputusan pembiayaan yang dihadapi oleh perusahaan (Glen & Pinto, 1994). Struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas untuk mendanai operasi perusahaan. Oleh karena itu, struktur modal menjadi hal yang krusial bagi seluruh perusahaan karena pemilihan kombinasi yang tepat mampu memaksimalkan *return* perusahaan dan membuat perusahaan mampu bersaing dan bertahan di lingkungan bisnis yang kompetitif (Abor & Biekpe, 2005).

Adanya *agency problem* dapat menjadi salah satu faktor dalam menentukan struktur modal yang digunakan perusahaan. Perusahaan yang menggunakan *leverage* akan diawasi oleh pihak kreditur sehingga *leverage* mampu memitigasi terjadinya *agency problem* di dalam perusahaan (Agrawal & Knoeber, 1996). Selain itu, *leverage* juga dinilai efektif dalam memitigasi benturan kepentinganyang terjadi di dalam perusahaan keluarga (Setia-Atmaja, Tanewski, & Skully, 2009). *Leverage* yang diandalkan perusahaan untuk memitigasi *agency problem* ini berdampak pada meningkatnya *agency cost* (Titman, 1984). Hasil penelitian yang kontradiktif menunjukkan bukti empirik bahwa perusahaan keluarga di Amerika Serikat tidak terlalu bergantung pada *debt* untuk mencegah adanya efek negatif, terutama kehilangan kontrol atas perusahaan dan menurunkan *financial distress* dan peluang terjadinya kebangkrutan bagi perusahaan (Mishra & Mcconaughy, 2018). Penelitian yang dilakukan oleh Faccio, Lang, dan Young (2001) membuktikan bahwa perusahaan keluarga cenderung menyukai *leverage* yang lebih rendah untuk mengurangi komitmen tetap pada arus kas perusahaan.

Namun penggunaan *leverage* juga menimbulkan polemik bagi perusahaan di Indonesia. Indonesia merupakan negara yang kurang memberi perlindungan bagi investor dan juga tingkat konsentrasi kepemilikan yang sangat tinggi. Hal ini kemudian dimanfaatkan bagi pemegang saham dari kalangan keluarga untuk menggunakan *leverage* agar kepemilikan yang sudah dimiliki tidak berkurang dan mempertahankan *voting rights* (Mulyani et al. 2016; Stulz, 1988). Dengan kata lain, semakin besar kepemilikan yang dimiliki oleh keluarga, maka semakin tinggi *leverage* (King & Santor, 2008; Ellul, 2009).

Indonesia merupakan salah satu negara yang memiliki tingkat transparansi yang rendah. Hal ini dibuktikan berdasarkan data Asian Development Bank (2000) bahwa sekitar 85% pemegang saham pengendali menjadikan anggota keluarga mereka untuk menjabat sebagai dewan direktur atau dalam manajemen perusahaan. Salah satu pendeketan yang dapat digunakan dalam mengurangi terjadinya *agency problem* di dalam perusahaan adalah pendekatan independen atau *independent approach* (Walsh dan Brief, 2007; Shleifer & Vishny, 2002). Dalam konteks negara Indonesia yang menggunakan *two-tier system* sebagai sistem tata kelola perusahaan, maka pendekatan independen ini dapat dilihat dengan adanya komisaris independen dan direktur independen dalam jajaran dewan komisaris dan dewan direktur perusahaan. Komisaris independen dan direktur independen yang tidak memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham dan manajemen perusahaan ini diharapkan mampu mengkontrol *leverage* yang digunakan perusahaan yang pemegang saham mayoritasnya memiliki motif untuk mencegah terjadinya *takeover* dan mempertahankan *voting rights*.

Komisaris Independen merupakan dewan yang berfungsi untuk melakukan pengawasan pada pelaksanaan praktik tata kelola perusahaan secara independen atau tanpa adanya pengaruh dari pihak manapun sehingga dapat menekan konflik atau *agency problem* yang akan berdampak pada nilai perusahaan (Pratiwi & Yulianto, 2016). Sedangkan Direktur Independen melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Namun, kehadiran direktur independen ini masih belum dianggap efektif dalam memonitoring struktur modal di dalam perusahaan (Purag et al. 2017). Sehingga Bursa Efek Indonesia sudah tidak lagi mewajibkan perusahaan untuk memiliki direktur independen per tanggal 28 Desember 2018.

Secara umum, penelitian yang mengangkat topik struktur kepemilikan keluarga mengambil objek penelitian perusahaan dari negara seperti Amerika Serikat dan Eropa sehingga hanya terdapat sedikit artikel yang menjadikan negara *emerging market* sebagai sampel penelitian (Suriharti & Utama, 2017; Cheng, 2015; De Massis et al. 2012). Sebagai pihak yang tidak memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham mayoritas dan juga perusahaan terkait, komisaris independen dan direktur independen akan memiliki interaksi dalam hubungan yang dimiliki struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage* sehingga hal ini menarik untuk diinvestigasi bagaimana komisaris independen dan direktur independen dapat berinteraksi dalam hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan *leverage*.

Selain itu, penelitian ini juga akan dibatasi pada sektor manufaktur pada perusahaan terbuka di Indonesia karena berdasarkan Survei Bisnis Keluarga di Indonesia oleh PWC (2014) menyatakan bahwa dari 29% *Gross Domestic Product* (GDP) yang diperoleh Indonesia berasal dari perusahaan milik keluarga yang mana sebesar 50% diperoleh dari sektor manufaktur sedangkan sektor lain seperti sektor transportasi dan umum hanya memperoleh masing-masing sebesar 13%, sektor umum sebesar 13%, sektor konstruksi 7%, dan sektor lain-lain kurang dari 5%. Hal ini juga didukung oleh laporan dari United Industrial Developmemt Organization (UNIDO) yang menyatakan bahwa Indonesia berada pada posisi kesembilan di dunia dalam kategori *manufacturing value added*.

Dalam konteks negara Indonesia sebagai bagian dari *emerging countries*, Indonesia memiliki beberapa karakteristik yang unik yang dapat menjadi urgensi penelitian ini dilakukan. Pertama, sebanyak 67% perusahaan di Indonesia tergolong *family-controlled* yang berdampak pada rendahnya *agency cost*. (Mulyani et al., 2016; Claessens et al., 1999). Kedua, Indonesia juga mengimplementasikan *two-tier system* pada tata kelola perusahaan yang menhadirkan direktur dan juga komisaris dalam struktur organisasi perusahaan. Kendala dalam *two-tier system* di Indonesia adalah bahwa direktur dan komisaris di dalam perusahaan memiliki ikatan keluarga dengan pemegang saham mayoritas. Sekitar 85% *controlling shareholders* mengutus anggota keluarganya untuk menjadi bagian dari dewan direktur atau dewan komisaris dari perusahaan (Asian Development Bank, 2000). Berdasarkan situasi tersebut, maka sangat sulit bagi pasar untuk melakukan pengawasan pada perusahaan atau *corporate control* (Patrick, 2001).

## **Rumusan Masalah**

## Beberapa penelitian terkait hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dengan *leverage* telah dilakukan sebelumnya. Untuk penelitian terkait hubungan antara dewan independen dengan *leverage* sudah dilakukan. Namun sepengetahuan penulis belum ada penelitian yang meneliti hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dengan *leverage* yang melibatkan peran dewan independenyang terdiri dari direktur independen dan komisaris independen di Indonesia, yang mana Indonesia menerapkan *two-tier system*. Akibat dari *gap* yang ditemukan dari penelitian sebelumnya, maka beberapa rumusan masalah penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Penulis belum menemukan penelitian yang mengangkat interaksi komisaris independen dan direktur independen pada hubungan yang ditimbulkan antara struktur kepemilikan keluarga dengan *leverage*.
2. Penelitian terdahulu terkait hubungan struktur kepemilikan keluarga dan *leverage* menunjukkan hasil yang berbeda.
3. Kebanyakan penelitian terdahulu yang menunjukkan hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan leverage menggunakan sampel penelitian perusahaan dari Amerika dan Eropa yang mana umumnya mengaplikasikan *one-tier system* dalam sistem tata kelola. Sedangkan penelitian untuk *emerging countries* dan menggunakan *two-tier system* seperti Indonesia masih memiliki sedikit referensi.

Berdasarkan gap yang telah dijelaskan sebelumnya, maka penelitian ini memiliki kebaruan dan berkontribusi untuk memperkaya penelitian terdahulu yaitu:

1. Meneliti interaksi komisaris independen dan direktur independen pada hubungan struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*,
2. Memberikan bukti empiris mengenai struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage* dan juga interaksi yang ditimbulkan dari komisaris independen dan direktur independen pada hubungan struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*.
3. Memberikan model empiris yang berbeda dari penelitian sebelumnya yang meneliti tentang struktur kepemilikan keluarga dan *leverage* yaitu dengan menambahkan variabel komisaris independen dan direktur independen.

Berdasarkan penjelasan di atas maka terdapat pertanyaan penelitian yang berkaitan dengan struktur kepemilikan keluarga dan *leverage* yaitu:

1. Bagaimana pengaruh struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage* pada perusahaan publik di Indonesia?
2. Bagaimana interaksi komisaris independen yang dapat mempengaruhi struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*?
3. Bagaimana interaksi direktur independen yang dapat mempengaruhi struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*?

## **Tujuan Penelitian**

Berdasarkan pertanyaan penelitian yang telah dijabarkan di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengetahui pengaruh negatif struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage* pada perusahaan publik di Indonesia.
2. Mengetahui peran komisaris independen yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*.
3. Mengetahui peran direktur independen yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*.

## **Manfaat Penelitian**

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan seperti:

1. Bagi Perusahaan

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam *financing decision* di dalam perusahaan keluarga, khususnya yang berkaitan dengan struktur kepemilikan keluarga.

1. Bagi Investor

Penelitian ini mampu memberikan pemahaman yang lebih tajam terkait pengaruh struktur pengaruh keluarga terhadap *leverage* yang dipengaruhi oleh independensi yang dimiliki direktur independen dan komisaris independen dalam perusahaan.

1. Bagi Akademisi

Penelitian ini dapat mempertajam dan memperkaya hasil-hasil penelitian terdahulu terkait dengan perusahaan keluarga terutama yang pernah dilakukan di Indonesia. Hasil penelitian ini juga dapat memberi konfirmasi, dukungan, dan tanggapan terhadap hasil penelitian terdahulu.

## **Sistematika Penulisan**

Penulisan penelitian ini terdiri dari lima bab yang masing-masing bab diturunkan menjadi beberapa subbab. Berikut adalah pembahasan mengenai masing-masing bab secara umum:

BAB I: PENDAHULUAN

Bab ini membahas mengenai latar belakang topik penelitian yaitu tentang fenomena bisnis keluarga terutama di Indonesia. Kemudian dilanjutkan dengan perumusan masalah yang akan menjadi fokus penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan hasil penelitian.

BAB II: TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini membahas secara rinci mengenai landasan teori yang berkaitan dengan penelitian. Landasan teori yang dibahas adalah mengenai struktur kepemilikan keluarga, *leverage*, dan komponen-komponen lain yang terdapat di dalamnya. Berdasarkan landasan teori ini, maka selanjutnya dapat dirancang metodologi penelitian.

BAB III: METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini membahas mengenai metodologi yang digunakan oleh penulis dalam merancang dan melaksanakan penelitian. Metodologi penelitian ini menjelaskan mengenai kerangka penelitian, model penelitian yang digunakan, variable dependen, variable independen, variabel moderasi, variabel kontrol, model dan metode penelitian.

BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Bab ini membahas hasil dari penelitan secara rinci yang telah dilakukan sebagai dasar untuk menjawab pertanyaan penelitian dalam bab pertama.

BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini akan membahas kesimpulan yang dapat diambil dari hasil penelitian yang telah dilakukan. Selain itu, akan dirumuskan beberapa saran berdasarkan hasil penelitian yang dapat menjadi pertimbangan bagi perusahaan dalam *financing decision*, bagi investor yang akan berinvestasi di suatu perusahaan, serta akademisi yang akan melakukan penelitian mengenai struktur kepemilikan keluarga dan *leverage* di masa mendatang.

# **BAB 2**

# **TINJAUAN PUSTAKA**

## **Leverage**

Proporsi pendanaan yang diaplikasikan oleh perusahaan melalui utang jangka pendek dan jangka panjang atau yang biasanya disebut *current dan long-term liabilities* dan ekuitas dinamakan strujtur modal. Struktur modal mampu menciptakan nilai perusahaan, salah satunya melalui *leverage*. *Leverage* menjadi suatu strategi investasi yang dilakukan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. *Leverage* merupakan rasio solvabilitas jangka panjang yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjang yang dimilikinya (Ross et al., 2015). *Leverage* menjadi hal yang sangat krusial karena keputusan terkait *leverage* yang digunakan perusahaan akan mempengaruhi pembiayaan operasional dan investasi perusahaan.

Menurut Birmingham & Houtson (2006) leverage terbagi atas beberapa jenis yaitu *Operating Leverage* yang mana biaya-biaya tetap milik perusahaan pada titik tertentu digunakan untuk mendanai operasi perusahaan. *Operating leverage* bermanfaat untuk menutup *fixed cost* dan *variable cost* serta meningkatkan profitabilitas. Contoh biaya terkait *operating leverage* adalah depresiasi atau penyusutan aset tetap. Kedua, *Financial Leverage* yaitu sekuritas dan laba atau pengembalian tetap \*saham preferen dah hutang) pada titik tertentu digunakan oleh perusahaan sebagai struktur modalnya. Terakhir, *Combined Leverage* yang mana struktur modal ini merupakan campuran dari *operating leverage* dan *financial leverage*.

Perusahaan dapat menentukan apakah meningkatkan atau menurunkan leverage. Kedua pilihan tersebut tentunya memiliki dampak positif dan negative. Marcous et al (2014) mengemukakan bahwa apabila perusahaan meningkatkan *leverage*, maka perusahaan dapat berfokus pada pertumbuhan perusahaan dan mengkonversikan *short-term debt* menjadi *long-term loans,* serta membayar dividend yang meningkat kepada pemegang saham. Namun peningkatan *leverage* membuat bisnis menjadi rentan terhadap masalah arus kas. Sebaliknya, apabila perusahaan menurunkan *leverage*, maka perusahaan dapat berfokus pada peningkatan profit melalui *minimizing cost* dan *repay long-term loans,* serta menerbitkan saham dengan jumlah lembar yang lebih banyak. Namun hal negative yang timbul akibat diturunkannya *leverage* yaitu perusahaan dapat dengan mudahnya dikalahkan oleh kompetitor yang dengan sukses mendorong pertumbuhan perusahaan melalui *leverage*.

Teori struktur modal ini dicetuskan oleh Modigliani dan Miller (1958). Teori tersebut menjadi suatu hal yang baru bagi dunia manajemen keuangan modern. Namun teori ini juga memberikan pertanyaan bagi para peneliti yang mana proporsi yang diajukuan oleh MM terkait keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dianggap tidak relevan. Dari pertanyaan tersebut, maka berkembanglah teori-teori lain seperti *pecking order theory* dan *statistic trade-off theory*.

1. ***Pecking Order Theory***

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan menerapkan sistem hirarki dalam membuat keputusan terkait struktur modal yang digunakan. Dengan kata lain, perusahaan mengutamakan sumber dana internal, dan apabila tidak mencukupi baru menggunakan sumber pendanaan eksternal. Berkaitan dengan pendanaan eksternal, perusahaan akan lebih dulu menggunakan atau mengutamakan *debt* dan dilanjutkan dengan menggunakan ekuitas (Frank & Goyal, 2002). Implikasi yang terdapat dalam teori ini antara lain yaitu tidak ada target jumlah *leverage*, perusahaan yang profitable menggunakan utang yang lebih sedikit, dan juga perusahaan cenderung menyukai *financial slack* atau cadangan kas contohnya seperti aset lancer, kas, atau pinjaman yang tidak terpakai (Myers & Majluf, 1984; Ross et al., 2015).

Pendanaan internal perusahaan bersumber dari laba ditahan atau *retained earnings*). Perusahaan menganggap laaba ditahan sebagai sumber yang tidak memiliki permasalahan *adverse selection* yang mana hal tersebut timbul akibat investor yang tidak memiliki informasi yang akurat agar dapat menilai kualitas perusahaan yang bersangkutan. Hal ini jauh berbeda dengan ekuitas yang berdasarkan teori ini menjadi pilihan terakhir perusahaan sebagai sumber pendanaan karena ekuitas memiliki tingkat *adverse selection* yang lebih besar dibandingkan sumber pendanaan lainnya yaitu laba ditahan dan hutang (Frank & Goyal, 2002).

1. ***Statistic Trade-Off Theory***

Maksud dari teori *statistic trade-off* adalah keuntungan pajak atas pembiayaan utang yang muncul akibat beban bunga dikurangi pajak (Kraus & Litzenberger, 1973; Robichek & Myers, 1966). Dengan asumsi bahwa *leverage* keuangan mengurangi kewajiban pajak penghasilan perusahaan dan meningkatkan laba setelah pajak dan perusahaan juga harus membayar kewajiban utangnya. Apabila perusahaan mengalami kondisi gagal bayar, maka kemungkinan perusahaan akan dihadapi oleh penalti dan kebangkrutan atau disebut dengan *financial distress cost*. Terdapat *trade-off* antara *present value* dari potongan pajak dari peningkatan *leverage* dengan *present value* dari biaya atas kerugian *leverage* karena adanya *financial distress costs* (Kraus & Litzenberger, 1973).

Teori *static trade-off* adalah teori yang menyatakan bahwa perusahaan dapat meningkatkan utang sampai titik optimal utang dimana keuntungan pajak dari pembayaran utang sama dengan biaya yang timbul dari kenaikan probabilitas *financial distress* atau terdapat *trade off* antara keuntungan pajak atas pembayaran utang dengan *financial distress costs*. Disebut teori statis struktur modal karena mengasumsikan bahwa perusahaan adalah tetap dalam hal aset dan operasi perusahaan dan hanya mempertimbangkan perubahan dalam *debt-equity ratio* (Hapsari, 2018; Ross et al., 2015; Ross, Westerfield, & Jordan, 2010).

*Financial distress* berkaitan erat dengan teori *statistic trade-off.* *Financial distress* atau kesulitan finansial didefinisikan sebagai situasi dimana arus kas operasi perusahaan tidak mencukupi untuk memenuhi kewajiban jangka pendek seperti kredit perdagangan atau biaya bunga dan perusahaan dipaksa untuk mengambil *corrective action*. Kesulitan utama finansial adalah *bankruptcy* yaitu keadaan dimana perusahaan tidak mampu membayar utang. Pada keadaan ini kepemilikan perusahaan dapat beralih dari pemegang saham atau *stockholder* kepada pemegang obligasi atau *bondholders*. Saat perusahaan memiliki utang yang jumlahnya melebihi titik optimal utang, maka perusahaan tersebut akan berisiko tinggi terhadap *financial distress* akibat kesulitan memenuhi kewajiban perusahaan yang dapat berujung kebangkrutan atau *bankruptcy*. *Financial distress* yang akan dialami perusahaan ini juga menimbulkan biaya yaitu *financial distress cost*. *Financial distress cost* ini meliputi *direct cost* seperti biaya-biaya legal dan administratif dari proses likuidasi dan reorganisasi dan *indirect costs* yang meliputi biaya-biaya yang timbul akibat terhambatnya kemampuan melakukan bisnis dan biaya insentif lainnya (Hapsari, 2018; Ross et al., 2015).

## **Struktur Kepemilikan Keluarga**

Menurut Jensen dan Meckling (1976), struktur kepemilikan merupakan pola dan bentuk kepemilikan yang dimiliki oleh perusahaan yang mana struktur kepemilikan terseut terbagi atas kepemilikan internal (*internal block ownership*) dan kepemilikan eksternal (*external block ownership*). Struktur kepemilikan internal (*internal block ownership*) merupakan kepemilikan saham mayoritas yang dikuasai oleh kalangan manajemen perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Struktur kepemilikan ini dapat memitigasi *agency problem* di antara pemegang saham dan manajer perusahaan sekaligus menekan *agency cost* yang timbul akibat perbedaan kepentingan pemegang saham dan manajer. Sebaliknya, struktur kepemilkan eksternal (*external block ownership*) merupakan kepemilkan saham mayoritas perusahaan yang dikuasai oleh kalangan diluar manajemen perusahaan. Dalam struktur kepemilikan eksternal ini terdapat pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi kontrol yang pada akhirnya mampu memicu timbulnya *agency problem* yang mana manajer perusahaan selaku agen dari pemegang saham memiliki kepentingan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham perusahaan (Fama, 1980; Jensen, 1986).

Kepemilikan keluarga adalah suatu fenomena yang umum terjadi di perusahaan *go public* di seluruh dunia (Porta et al., 1999). Contohnya penelitian yang dilakukan di Amerika, sepertiga dari 500 perusahaan besar diklasifikasikan sebagai perusahaan milik keluarga (Vilalonga & Amit, 2006). Kemudian di Eropa Barat, perusahaan keluarga berjumlah 44 persen dari seluruh perusahaan *go public* di Eropa Barat (Faccio & Lang, 2002). Sedangkan di Indonesia, berdasarkan Survey PwC tahun 2014, sebesar 95% perusahaan yang berdiri di Indonesia merupakan perusahaan milik keluarga.

Perusahaan yang digolongkan sebagai perusahaan milik keluarga adalah perusahaan dengan minimal 10% saham dimiliki atau dikuasai oleh keluarga (Claessens, 2000). Definisi tersebut mengasumsikan bahwa individu dan perusahaan yang kepemilikannya wajib tercatat memiliki hubungan keluarga atau terafiliasi atau kroni, baik secara langsung maupun tidak langsung. Namun kendala yang dimiliki oleh perusahaan keluarga adalah adanya benturan kepentingan yang dimiliki pemegang saham selaku *principal* dan manajemen sebagai *agent*. Selain itu, kendali perusahaan berpaku kepada *majority shareholders* atau dengan kata lain seluruh kendali manajemen manajemen perusahaan berada di bawah kontrol *majority shareholder* sehingga para *minority shareholder* akan merasa dirugikan dan tertindas dengan kekuasaan yang dimiliki *majority shareholder* tersebut (Jensen & Meckling, 1976).

## **Dewan Komisaris (Komisaris Independen)**

Struktur dewan di Indonesia mengacu pada sistem yang dimiliki oleh Belanda yaitu *two-tier*. Sehingga dewan pada perusahaan di Indonesia terdiri dari dua komponen yaitu Dewan Direksi dan Dewan Komisaris. Hal ini berbeda dengan negara lain yang menganut *one-tier system* yang mana hanya memiliki Dewan Komisaris yang terdiri dari dua komponen yaitu *Chief Executive Officer (CEO)* dan *Chairman*. Suatu Dewan Komisaris di suatu perusahaan dapat diangkat atau diberhentikan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Dewan Komisaris merupakan inti dari *corporate governance* yang ditugaskan untuk menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas (Egon Zehnder International, 2000). Berdasarkan UU No 40 tahun 2007 Pasal 1, Dewan Komisaris adalah organ perseroan yang bertugas melakukan pengawasan umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada Direksi.

Secara umum, Dewan Komisaris memiliki beberapa tugas utama. Pertama, Dewan Komisaris bertugas dalam menilai dan mengarahkan strategi perusahaan, risiko perusahaan, serta mengawasi penggunaan modal perusahaan dan hal lain yang berkaitan dengan finansial perusahaan. Kedua, menilai sistem penggajian pejabat dan juga mengurus proses pencalonan anggota Dewan Direksi yang bersifat transparan dan adil. Ketiga, Dewan Komisaris juga memonitor pelaksanaan tata kelola di dalam perusahaan serta kemungikan adanya benturan kepentingan atau yang dikenal sebagai *agency problem*. Terakhir, Dewan Komisaris memantau transparansi atau keterbukaan dan komunikasi dalam perusahaan.

Melihat dari latar belakang dewan komisaris yang umunya ada pada perusahaan di Indonesia, memungkinkan pihak-pihak yang merupakan mantan pejabat pemerintah ataupun yang masih aktif menjabat di pemerintahan untuk menjabat sebagai dewan komisaris di perusahaan. Keuntungan yang dimiliki perusahaan akan hal tersebut adalah tersedianya akses ke instasi pemerintah yang bersangkutan. Untuk perusahaan keluarga, dewan komisaris juga memungkinkan berasal dari keluarga, Dengan kata lain, keterlibatan keluarga di dalam manajemen perusahaan memang terlihat adanya. Hal-hal tersebut membuat kehadiran dewan komisaris yang berperan sebagai supervisi manajemen perusahaan menjadi diragukan akan independensi dan integritasnya. Oleh karena itu, di dalam bagian Dewan Komisaris terdapat Komisaris Independen. Berdasarkan Peraturan BEJ tanggal 1 Juli 2000, Persyaratan jumlah minimal Komisaris Independen adalah 30% dari seluruh anggota Dewan Komisaris.

Secara umum, seseorang dapat menjabat sebagai Komisaris Independen apabila tidak memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham mayoritas atau pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*), direktur dan.atau komisaris, dan rangkap jabatan pada perusahaan terkait, Selain itu, untuk menjadi Komisaris Independen juga diperlukan pengetahuan terakit peraturan perundang-undangan pasar modal. Dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Komisaris Independen juga bukan merupakan pemegang saham pengendali *(controlling shareholders)*. Kemudian pihak yang sudah memenuhi persyaratan tersebut dapat mengikuti *fit and proper test* dan apabila terpilih, dapat diangkat sebagai Komisaris Independen melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

## **Dewan Direktur (Direktur Independen)**

Berdasarkan UU No 40 tahun 2007 Pasal 1, Direksi mengemban tanggung jawab dalam berjalannya bisnis perusahaan sesuai dengan maksud dan tujuan yang dimiliki oleh perusahaan yang bersangkutan. Proses pemilihan dewan direktur juga sama seperti dewan komisaris yaitu melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Setidaknya harus ada satu orang dalam bagian dewan direksi suatu perusahaan yang menjabat sebagai Direktur Independen.

Seseorang dapat menjabat sebagai Direktur Independen apabila tidak memiliki hubungan afiliasi dengan *controlling shareholder* perusahaan setidaknya 6 bulan sebelum menjabat secara resmi sebagai Direktur Independen dan juga hubungan dengan komisaris dan atau direktur perusahaan. Direktur independen juga tidak diperkenankan rangkap jabatan menjadi direktur di perusahaan lain atau juga memiliki habatan atau berperan sebagai orang dalam pada lembaga atau profesi penunjang pasar modal.

## **Profitabilitas**

Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mencetak laba terhadap pendapatannya, biaya operasi, aset neraca, dan ekuitas yang diperoleh perusahaan dalam suatu periode. Profitabilitas perusahaan diukur dari pendapatan sebelum bunga dan pajak (EBIT) terhadap rasio total aset. Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan yang memiliki kemampuan memperoleh laba lebih baik cenderung membiayai investasi mereka dengan mengutamakan sumber pembiayaan internal seperti laba ditahan terlebih dahulu, kemudian disusul dengan sumber pembiayaan eksternal apabila sumber pembiayaan internal tidak mencukupi (Myers & Majluf, 1984).

Dalam penelitian ini, profitabilitas dianggap memiliki hubungan negatif dengan *leverage* karena apabila suatu perusahaan yang mampu membiayai investasinya melalui sumber pembiayaan internal akan memiliki *leverage* yang lebih rendah (Baker & Wugler, 2002).

## **Ukuran Perusahaan**

Dengan melihat dari sisi penjualan, total aset, dan kapitalisasi pasar perusahaan, dapat diketahui bahwa setiap perusahaan memiliki ukuran perusahaan yang sangat variatif..Umumnya perusahaan dapat dikatakan sebagai perusahaan yang berukuran besar beriringan dengan total aset, kapitalisasi pasar, dan penjualan yang juga tinggi. Terdapat beberapa literatur yang membahas tentang hubungan struktur kepemilikan keluarga dengan *leverage* namun terdapat hasil yang kontradiktif sehingga hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dengan *leverage* memiliki hubungan yang positif atau negatif.

Apabila mengacu pada *trade-off theory*, maka memungkinkan bahwa perusahaan yang berukuran besar akan memiliki *leverage* yang tinggi karena rendahnya peluang bagkrut dan *financial distress* serta mengandalkan keuntungan dari *tax shields* dan *deduction* (Rajan & Zingales, 1995; ElBannan, 2017). Selain itu, perusahaan dengan ukuram yang lebih besar cenderung memiliki tingkat transparansi dan *disclosure* yang tinggi sehingga biaya monitoring *debtholders* menjadi rendah (Fama &Jensen, 1983).

Namun pada kenyataan, justru perusahaan yang berukuran kecil memiliki kencenderungan bergantung pada utang dibandingkan ekuitas, membayar dividen dengan jumlah yang lebih sedikit, dan melakukan investasi dengan jumlah yang besar dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran yang lebih besar (Cooley & Quandrini, 2001). Oleh karena itu, semakin kecil perusahaan, maka perusahaan tersebut akan semakin bergantung pada utang bank sebagai sumber pendanaan mereka (Mat Nor & Ariffi, 2006; Berger & Udell, 1994). Selain itu, perusahaan dengan ukuran yang lebih besar akan memiliki akses yang lebih luas untuk pendanaan dari ekuitas dibandingkan perusahaan yang lebih kecil (Faulkender & Petersen, 2006; Bevan & Danbolt, 2002; Titman & Wessel, 1988; Marsh, 1982). Mengacu pada penelitian-penelitian tersebut, maka dalam penelitian ini ukuran perusahaan berperan sebagai variabel kontrol yang memiliki hubungan negatif dengan *leverage*.

## ***Growth Opportunities***

Nilai pasar suatu aset dibagi dengan nilai buku suatu aset menjadi pengukuran bagi variabel rasio *market-to-book.* Berdasarkan teori agen dan teori arus kas, hutang dapat menjadi alat untuk mengatur dalam pendisiplinan manajemen di dalam perusahaan. Hal tersebut dapat mencetuskan suatu kesimpulan bahwa dengan tingginya peluang investasi yang dimiliki perusahaan berdampak pada rendahnya rasio hutang (ElBannan, 2017; Jensen, 1986). Di sisi lain dengan tingginya peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan membuat perusahaan justru semakin berpeluang besar menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan guna melakukan investasi di perusahaan (Myers & Majluf, 1984). Penelitian dengan hasil yang berbeda dibuktikan oleh Lipson dan Mortal (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan yang bersifat *overvalue* dan memiliki rasio *market-to-debt* lebih tinggi akan cenderung bergantung pada ekuitas sebagai sumber pendanaan. Sedangkan untuk perusahaan yang *undervalue* dan memiliki rasio *market-to-debt* yang rendah akan mengutamakan hutang sebagai sumber pendanaannya.

Berdasarkan pemaparan di atas, maka arah variabel rasio *market-to-book* tidak bisa ditentukan.

## ***Tax Ratio***

Menurut teori Modigliani dan Miller (1963), nilai yang dimiliki perusahaan yang menggunakan hutang atau yang biasa disebut sebagai *levered firm* akan sama dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang atau nama lainnya adalah *unlevered firm* dan ditambah dengan *tax shield*. Jumlah *tax shield* ini sendiri dihitung dengan jumlah *interest expense* dibagi dengan *tax rate*. Variabel *tax ratio* diukur dengan rasio *income tax* dibagi dengan *pretax income* yang kemudian variabel ini mencerminkan efek dari *tax shield* yang dimiliki perusahaan (ElBannan, 2017).

## **Penelitian Terdahulu**

**Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Peneliti** | **Objek dan Hasil Penelitian** | **Expected Sign** |
| ***Leverage*** | | |
| Ampenberger et al. (2013) | Dengan penelitian di Jerman, dibuktikan bahwa perusahaan keluarga secara signifikan berhubungan negatif dengan *leverage*. Perusahaan keluarga tidak bergantung dengan *leverage* karena tingginya keterlibatan keluarga di dalam manajemen perusahaan. | - |
| Jensen (1986) | Perusahaan keluarga tidak bergantung pada *leverage* karena memiliki *available cash* yang berlimpah akibat minimnya biaya agensi *free cash flow* sebagai dampak dari akar kepemilikan perusahaan yang kuat dan tidak terdiversifikasi. | - |
|  | Perusahaan keluarga justru lebih mengutamakan *equity* sebagai sumber pendanaannya dibandingkan menggunakan *debt*. | - |
| Faccio et al. (2002) | Meminilaisir komitmen tetap pada arus kas perusahaan menjadi alasan perusahaan keluarga memiliki tingkat *leverage* yang tidak tinggi | - |
| ElBannan (2017), Mulyani et al. (2016) | Dengan objek penelitian perusahaan di Mesir (ElBannan, 2017) dan Indonesia (Mulyani et al., 2017) membuktikan bahwa perusahaan keluarga cenderung bergantung pada *leverage* untuk mencegah terjadinya *takeover* dan mempertahankan *voting right*s yang dimiliki pemegang saham mayoritas dari pihak keluarga. | + |
| Mishra & McConaughy (1999) | Selain mencegah terjadinya *takeover* perusahaan, alasan lain perusahaan keluarga mengandalkan *leverage* adalah untuk menurunkan *financial distress* dan mengecilkan peluang terjadinya kebangkrutan di masa depan. | + |
| **Komisaris Independen dan Direktur Independen** | | |
| Tarus & Ayabei (2016), Jensen (1986) | Komisaris independen memiliki kecenderungan untuk menyarankan perusahaan untuk mengandalkan *debt* untuk meminimalisir *free cash flow* | + |
| Berger (1977), Jensen (1987) | Ditemukan bahwa direktur independen memiliki hubungan positif terhadap *leverage* | + |
| **Variabel Kontrol** | | |
| Titman & Wessel (1998), Croci et al. (2011), Mulyani et al. (2016), ElBannan (2017) | Berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan akan mengutamakan dana internal sebagai sumber pendanaan perusahaan yang berdampak pada *debt* yang lebih rendah. | - |
| Mat Nor & Ariffi, (2006), Berger & Udell (1994) | Perusahaan yang berukuran kecil cenderung bergantung pada utang bank sebagai sumber pendanaan mereka. | - |
| Faulkender & Petersen (2006), Bevan & Danbolt (2002), Titman & Wessel (1988), Marsh (1982). | Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar akan memiliki akses yang lebih luas untuk pendanaan dari ekuitas dibandingkan perusahaan yang lebih kecil | - |
| Myers & Majluf (1984) | Tingginya peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan membuat perusahaan justru semakin berpeluang besar menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan guna melakukan investasi di perusahaan. | + |

# **BAB 3**

# **METODOLOGI PENELITIAN**

## **Rerangka Konseptual**

Di beberapa negara khususnya yang tergolong dalam *emerging countries*, bisnis yang berjalan didominasi oleh perusahaan milik keluarga (ElBannan, 2017). Di Indonesia, sejumlah 95% bisnis di Indonesia merupakan milik keluarga (Price Waterhouse Cooper, 2014). Dengan bisnis keluarga yang mendominasi ini menyebabkan *emerging countries* menjadi rentan terhadap perisitiwa *agency problem* yaitu konflik yang terjadi akibat adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent*.

Berdasarkan *agency theory*, terdapat dua pandangan bereda terkait *family ownership*. Hal positif yang dimiliki kepemilikan keluarga adalah kemampuan memonitoring manajemen lebih baik dibanding perusahaan non-keluarga karena terdapat keselarasan antara pemegang saham mayoritas dengan manajemen perusahaan atau dikenal dengan *alignment effect* (Anderson & Reeb, 2003; Demsetz  & Lehn, K., 1985; Wang, 2006). Selain itu, perusahaan keluarga juga dianggap lebih tidak berisiko bagi para kreditur dibandingkan dengan perusahaan yang bukan milik keluarga karena dalam mengeola perusahaan terdapat perilaku konservatif dan *non-risk seeking* (Croci et al., 2011)*.* Namun sisi negative yang dimiliki adalah keluarga yang menjadi *majority shareholder* memiliki kekuatan untuk menyalahgunakan nilai perusahaan dengan cara menindas pemegang saham minoritas (Easterbrook, 2018; Shleifer & Vishny, 2002) atau dikenal dengan *entrenchment effect* (Mulyani et al., 2016).

Untuk memitigasi *agency problem* yang terjadi di perusahaan, maka perusahaan dapat menggunakan *leverage* karena perusahaan juga diawasi oleh pihak kreditur (Agrawal & Knoeber, 1996). Selain itu, *leverage* juga dinilai efektif dalam memitigasi *conflict of interest* yang terjadi di dalam perusahaan keluarga (Setia-Atmaja et al., 2009). *Leverage* yang diandalkan perusahaan untuk memitigasi *agency problem* ini berdampak pada meningkatnya *agency cost* (Titman, 1984).

Namun, untuk memitigasi *agency problem* juga dibutuhkan dukungan dengan adanya dewan independen. Independensi yang dimiliki oleh direktur independen dan komisaris independen diharapkan mampu membantu *top management* dalam menyelesaikan konflik yang terjadi (Shleifer & Vishny, 2002). Karena Indonesia menerapkan struktur dewan *two-tier system*, maka *independent board* terbagi atas komisaris independen dan direktur independen yang masing-masing memiliki fungsi dan tanggung jawab yang berbeda.Bursa Efek Indonesia juga telah mendukung penuh untuk memitigasi *agency problem* dengan menerbitkan surat Peraturan Nomor I-A – Surat Keputusan Direksi PT BEI Nomor KEP-0001/BEI/01-2014 yang menyatakan bahwa setiap perusahaan memiliki setidaknya 1 (satu) direktur independen di dalam jajaran dewan direksi. Selain itu, Peraturan BEJ tanggal 1 Juli 2000 mensyaratkan jumlah minimal Komisaris Independen adalah 30% dari seluruh anggota Dewan Komisaris.

Sebelumnya telah dilakukan penelitian terkait pengaruh *family ownership* terhadap *leverage*, misalnya seperti yang dilakukan oleh ElBannan (2017) yang menguji pengaruh *stock market liquidity* dan *family ownership* terhadap penentuan struktur modal dan Mulyani (2016) yang meneliti pengaruh divinden dan *leverage* terhadap kepemilikan keluarga di Indonesia. Kedua penelitian tersebut belum memperhatikan atau melibatkan komisaris independen dan direktur independen yang melakukan monitoring di dalam perusahaan dengan fungsi dan tanggung jawab yang berbeda. Penelitian ini berfokus pada menguji pengaruh *family ownership* terhadap *leverage* yang dimoderasi oleh komisaris independen dan direktur independen. Independensi yang dimiliki oleh direktur independen dan komisaris independen diharapkan mampu membantu *top management* dalam menyelesaikan konflik yang terjadi (Shleifer & Vishny, 2002) sehingga mitigasi *agency problem* dapat terpenuhi. Selain itu, objek penelitian ini adalah adalah perusahaan yang bergerak dalam industri manufaktur dengan periode penelitian tahun 2010-2018.

Mengacu pada uraian di atas, maka kerangka konseptual yang digunakan dalam penelitian dijelaskan pada **Gambar 3.1.**

## **Pengembangan Hipotesis**

*Agency theory* menyatakan bahwa utang atau *debt* dapat menjadi alat untuk meminimalisir *agency cost* (Jensen, 1986). Suatu perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* mempunyai rasio *leverage* yang lebih tinggi untuk meningkatkan *voting control* dan mengurangi kemungkinan terjadinya pengambilalihan perusahaan (Stulz, 1988). Penelitian yang dilakukan oleh Bianco dan Nicodano (2006) didukung oleh Mulyani et al. (2016) membuktikan bahwa perusahaan milik keluarga memiliki rasio *leverage* yang lebih tinggi daripada perusahaan non-keluarga. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang cenderung tidak mau menggunakan ekuitasnya agar kepemilikannya tidak berkurang. Penelitian yang dilakukan ElBannan (2017) dengan objek penelitian perusahaan di Mesir membuktikan bahwa secara signifikan terdapat hubungan positif *family ownership* terhadap *leverage*.

**Variabel Independen:**

Kepemilikan Keluarga

**Variabel Dependen:**

*Debt to Asset Ratio (DAR)*

*Debt to Equity Ratio (DER)*

**Variabel Kontrol:**

Profitabilitas

Ukuran Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan

Rasio Pajak

**Variabel Moderasi:**

Direktur Independen

Komisaris Independen

**Gambar 3.1 Rerangka Konseptual**

Berdasarkan pecking order theory, suatu perusahaan yang memiliki cadangan kas atau financial slack yang cukup, akan memprioritaskannya sebagai dana internal untuk membiayai operasional dan unvestasi perusahaan tersebut. Kemudian dibantu dengan debt apabila cadangan kas masih belum mencukupi untuk membiayai operasional dan investasi perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa leverage perusahaan cenderung lebih rendah karena menggunakan sekaligus mengutamakan dana internal perusahaan untuk pembiayaan operasional dan investasi (Harris & Raviv, 1991; Gomez-Meija et al., 2007; Margaritis & Psillaki, 2010). Selain mengutamakan dana internal perusahaan, terdapat kekhawatiran yang muncul apabila perusahaan bergantung kepada debt yaitu kehadiran debtholders dan lembaga keuangan lain yang dapat mengganggu perusahaan milik keluarga (Isakov & Weisskopf, 2015). Perusahaan keluarga juga mencari modal dengan probabilitas default yang rendah. Artinya perusahaan keluarga lebih cenderung bergantung kepada ekuitas dibandingkan leverage dalam struktur modal mereka (Shleifer dan Vishny, 1986). Perusahaan milik keluarga memiliki rasio leverage yang lebih rendah daripada perusahaan non-keluarga. Hal ini disebabkan karena berakar dari kepemilikan yang kuat dan tidak terdiversifikasi yang mampu mengurangi agency costs dari free cash flow yang berdampak pada meningkatnya available cash pada perusahaan keluarga. Hasil penelitian yang dibuktikan oleh Ampenberger et al. (2013) dengan objek penelitian di Jerman, yang juga menerapkan two-tier system dalam tata kelola perusahaannya, membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan keluarga dengan leverage di Jerman. Hubungan ini dihasilkan karena adanya keterlibatan keluarga dalam perusahaan terbuka di Jerman. Untuk konteks di negara Indonesia, juga sudah dilakukan penelitian oleh Hapsari (2018) dengan bukti serupa bahwa adanya hubungan negatif antara kepemilikan keluarga dengan leverage.

Berdasarkan kajian konsep dan empiris yang telah dijelaskan diatas, maka dapat ditarik hipotesis 1 sebagai berikut:

**H1: Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage*.**

Mekanisme *governance* untuk internal dan eksternal secara signifikan berpengaruh terhadap *value of control* dan *financing decision* perusahaan (Shleifer & Vishny, 2002). Independensi yang dimiliki oleh direktur independen dan komisaris independen mempengaruhi objektivitas dalam menentukan suatu keputusan. Oleh karena itu, kehadiran direktur independen dan komisaris independen diharapkan mampu membantu *top management* menyelesaikan konflik kepentingan yang terjadi di dalam perusahaan (Shleifer & Vishny, 2002).

Kehadiran komisaris independen di dalam perusahaan berfungsi sebagai suatu mekanisme untuk menekan *agency cost* dengan menyelaraskan kepentingan yang dimiliki pemegang saham dengan manajer perusahaan sehingga variabel komisaris independen mencerminkan kemampuan suatu perusahaan dalam menekan *agency cost*. Selain itu, komisaris independen juga berfungsi sebagai supervisi manajemen independen atau tidak terpengaruh oleh pihak lain dalam melaksanakan praktik tata kelola di dalam suatu perusahaan yang mana hal tersebut akan berdampak pada nilai yang akan ditimbulkan oleh perusahaan tersebut (Pratiwi & Yulianto, 2016). Namun ternayata, berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ampenberger (2013) yang menyatakan bahwa adanya keterlibatan keluarga dalam manajemen perusahaan menjadi alasan bahwa *leverage* pada perusahaan keluarga cenderung lebih rendah dibandingkan perusahaan non-keluarga. Kekhawatiran akan adanya penyimpangan tata kelola yag dimiliki perusahaan keluarga akibat adanya keterlibatan keluarga yang dapat mempengaruhi *leverage* sebagai sumber pembiayaan ini akan membuat pandangan terhadap *leverage* menjadi lebih kuat.

Berdasarkan kajian konsep dan empiris yang telah dijelaskan diatas, maka dapat ditarik hipotesis 2 sebagai berikut:

**H2: Komisaris Independen dapat memperkuat hubungan negatif struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*.**

Direktur independen yang juga sebagai pengawas direktur bersifat independen yang berperan dalam menjalankan bisnis pada perusahaan juga memberi pandangan terahap *leverage* menjadi lebih kuat.

Berdasarkan kajian konsep dan empiris yang telah dijelaskan diatas, maka dapat ditarik hipotesis 3 sebagai berikut:

**H3: Direktur Independen dapat memperkuat hubungan negatif struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*.**

## **Model Penelitian**

Model dalam penelitian ini terdiri atas *leverage model* yang merupakan *proxy* dari keputusan pembiayaan atau *financing decision*. Model ini diadaptasi dari penelitian yang dilakukan oleh ElBannan (2017) dan Mulyani et al (2016) dengan menggunakan pengaruh struktur kepemilikan keluarga terhadap *leverage*. Namun yang menjadi berbeda dalam penelitian ini yaitu penggunakan variabel kontrol yang lebih sedikit yaitu ukuran perusahaan dan profitabilitas. Kemudian hubungan antar variabel ini juga melibatkan adanya komisaris independen dan direktur independen sebagai variabel moderasi. Komisaris independen dan direktur independenini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Doan dan Nguyen (2018). Lebih rinci, model penelitian yang digunakan akan dijelaskan sebagai berikut:

**Model 1**

DER i,t = β0 - β1 FAMOWN i,t - β2 PROF i,t - β3 SIZE i,t - β4 GROW i,t + β5 TAX i,t + 𝜀 i,t……

**Model 2**

DER i,t = β0 - β1 FAMOWN i,t + β2 FAMOWN\*DIRIND i,t + β3 FAMOWN\*COMMIND i,t - β4 PROF i,t - β5 SIZE i,t – β6 GROW i,t + β7 TAX i,t - 𝜀 i,t……

**Model 3**

DAR i,t = β0 - β1 FAMOWN i,t - β2 PROF i,t - β3 SIZE i,t - β4 GROW i,t + β5 TAX i,t + 𝜀 i,t……

**Model 4**

DAR i,t = β0 - β1 FAMOWN i,t + β2 FAMOWN\*DIRIND i,t + β3 FAMOWN\*COMMIND i,t - β4 PROF i,t - β5 SIZE i,t – β6 GROW i,t + β7 TAX i,t - 𝜀 i,t……

Keterangan:

*i* = cross section dan *t* = time series

DARi,t = Leverage ratio diukur dengan debt to assets ratio

DERi,t = Leverage ratio diukur dengan debt to equity ratio

FAMOWNi,t  = Kepemilikan keluarga diukur dengan persentase jumlah saham yang dimilki individu atau afiliasi yang memiliki hubungan keluarga di dalam perusahaan.

DIRINDi,t = Direktur independen perusahaan diukur dengan proporsi jumlah direktur independen terhadap total direktur perusahaan

COMMINDi,t = Komisaris independen perusahaan diukur dengan proporsi jumlah komisaris independen terhadap total komisaris perusahaan

PROFi,t = Profitabilitas diukur dengan rasio EBIT terhadap nilai buku total aset

SIZEi,t = Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari nilai buku total aset

ɛit = error regresi t

## **Definisi Operasional Variabel**

### **Variabel Dependen**

*Leverage* sebagai variabel dependen diukur berdasarkan dua pengukuran *financial leverage* yaitu *debt to asset ratio* dan *debt to equity ratio*:

1. *Debt to Asset Ratio (DAR)*

*Debt to asset ratio* adalah rasio utang terhadap total aset yang didapat dari membagi total utang perusahaan dengan total aset perusahaan. Rasio ini menunjukkan besarnya total utang yang dapat dijamin oleh total aset. Semakin besar DAR, maka semakin besar *leverage*. Secara sistematis, pengukuran *debt to asset ratio (DAR)* adalah sebagai berikut:

1. *Debt to Equity Ratio (DER)*

*Debt to Equity Ratio adalah* rasio utang terhadap ekuitas yang dihitung dengan membagi total utang perusahaan dengan total ekuitas yang dimiliki pemegang saham. Semakin tinggi DER, maka semakin tinggi *leverage* perusahaan. Secara sistematis, perhitungan DER adalah sebagai berikut:

### **Variabel Independen**

*Family Ownership* mencerminkan persentasi jumlah lembar saham yang dimiliki oleh pemegang saham dari keluarga atau afiliasi pada akhir tahun keuangan (Mulyani et al., 2016; Setia-Atmaja et al., 2009). Secara sistematis, perhitungan kepemilikan keluarga (FAMOWN)adalah sebagai berikut:

### **Variabel Moderasi**

Variabel moderasi merupakan variabel yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara suatu variabel dengan variabel yang lain. Dalam penelitian ini, yang menjadi variabel moderasi adalah komisaris independen dan direktur independen sesuai dengan sistem tata kelola di Indonesia yang menggunakan *two-tier* system. Proporsi direktur independen merupakan pesentase jumlah direktur independen terhadap jumlah seluruh dewan direktur. Sedangkan proporsi komisaris independen merupakan pesentase jumlah komisaris independen terhadap jumlah seluruh dewan komisaris. Secara sistematis, perhitungan proporsi direktur independen dan komisaris independen adalah sebagai berikut:

### **Variabel Kontrol**

1. **Profitabilitas**

Profitabilitas merupakan proxy ketersediaan dana internal perusahaan yang mengakibatkan leverage menjadi lebih rendah. Pandangan ini mendukung teori *pecking order* yaitu perusahaan dengan profitabilitas lebih tinggi berarti mempunyai ketersediaan dana internal lebih banyak. Perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal dalam pembiayaannya sehingga mempunyai ketergantungan yang lebih rendah terhadap *leverage*. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Mulyani et al. (2016) dan ElBannan (2017). Secara sistematis, perhitungan profitabilitas adalah sebagai berikut:

1. **Ukuran Perusahaan**

Ukuran perusahaan merupakan proksi dari akses pembiayaan. Semakin besar perusahaan, maka semakin rendah leverage karena perusahaan yang lebih besar memiliki akses lebih kepada *equity market* dan juga mengutamakan pendanaan internal (Ezeoha, 2016). Atau dengan kata lain, ukuran perusahaan diprediksikan memiliki hubungan negatif terhadap leverage. *Firm Size* diukur dengan logaritma dari total aset perusahaan (Faccio & Lang, 2002). Secara sistematika, ukuran perusahaandiukur menggunakan rumus berikut:

1. **Pertumbuhan Perusahaan**

Pertumbuhan perusahaan atau *growth opportunities* merupakan proksi yang mencerminkan dampak dari investasi dan peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan (ElBannan, 2017). Pertumbuhan perusahaan diukur menggunakan rasio *market-to-book.* Secara sistematika, pertumbuhan perusahaan diukur menggunakan rumus sebagai berikut:

1. **Tax Ratio**

Rasio pajak atau *tax ratio* merupakan proksi dari efek yang ditimbulkan dari *tax shield* perusahaan (ElBannan, 2017). Variabel ini diukur menggunakan rasio *income tax* dibagi dengan *pretax income*. Secara sistematika, *tax ratio* diukur menggunakan rumus berikut:

## **Populasi dan Sampel**

Perusahaan terbuka di Indonesia yang termasuk dalam kategori indusri manufaktur yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010 sampai tahun 2018 menjadi populasi dalam penelitian ini. Sampel yang diseleksi akan terpilih melalui teknik *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yaitu terdaftar di BEI tahun 2010-2018 dan data-data terkait penelitian ini dapat diperoleh secara lengkap dari laporan keuangan perusahaan tahun 2010-2018 yang terpilih sebagai sampel.

## **Metode Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang mana data-data yang dibutuhkan dalam penelitian telah tersedia melalui media perantara atau secara tidak langsung seperti buku, catatan, bukti-bukti, serta arsip baik yang dipublikasikan untuk umum maupun tidak. Dalam penelitian ini, data-data yang digunakan bersumber dari:

1. Daftar perusaahaan beserta informasi subsektor di dalam perushaan manufaktur yang diperoleh melalui *website* PT. Bursa Efek Indonesia (BEI), [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan *Data Eikon* dari Pusat Data Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia.
2. Laporan tahunan pada periode 2010 sampai dengan 2018 melalui *website* PT. Bursa Efek Indonesia [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), *Data Eikon* dari Pusat Data Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia, dan *website* resmi perusahaan terkait.

## **Pengujian Empiris**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel yang merupakan gabungan dari *cross-*section dan *time series* (Gujarati, 2004). Dalam penelitian ini, yang digunakan untuk pengolahan data adalah analisis regresi berganda (*multiple regression*) berdasarkan hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya. *Software* yang digunakan untuk membantu pengujian data penelitian ini adalah Ms. Excel, SPSS 23, dan Stata 14. Prosedur dalam mengolah data penelitian adalah sebagai berikut:

1. **Statistik Deskriptif**

Gambaran fenomena dalam penelitian ini yang berhubungan dengan variabel independen dan variabel dependen tercermin dalam analisis deskriptif. Menurut Aderson, Sweent, dan Thomas (2005), alat dalam melakukan pengujian deskripsi statistik yang dapat melakukan pengukuran lokasi *(central tendency of measure of location*) dan keseragaman (*dispersion or variability*) disebut sebagai *numerical method*.

Secara umum, analisis lokasi atau *tendency of central* mampu memberikan gambaran beberapa variabel penelitian seperti variable independen, dependen, kontrol, dan moderasi melalui nilai rata-rata (*mean*) yang menggambarkan data-data variabel secara general, nilai tengah (*median*), nilai maksimum dan nilai minimum.

Sedangkan untuk analisis keseragaman atau *dispersion variability* merupakan tambahan informasi dalam menguji reliabilitas dari data penelitian yang mana dalam penelitian ini, analisis keseragaman tercermin melalui standar deviasi. Standar deviasi menunjukkan seberapa jauh simpangan data apabila dibandingkan dengan *mean* pada suatu satuan unit yang memiliki kesamaan dari seluruh data. Apabila penyebaran data tinggi, maka *mean* kurang mampu mencerminkan data secara keseluruhan. Dengan kata lain akan timbul kesulitan untuk membandingkannya.

1. **Model Estimasi Data Panel**

Secara umum terdapat tiga pendekatan yang digunakan dalam melakukan model estimasi regresi yaitu *Pooled Least Square* (PLS), *Fixed Effect* (FEM), dan *Random Effect* (REM).

1. *Pooled Least Square* (PLS)

Model ini merupakan model yang paling sederhana atau yang paling dasar diantara model lainnya untuk pengolahan data panel. Pada model ini diasumsikan bahwa intercept dan koefisien slope konstan antar waktu dan *cross-section*. PLS melakukan minimalisasi jumlah dari error kuadrat yang mana hal tersebut juga serupa dengan OLS namun secara spesifik dapat diterapkan pada data panel dalam bentuk *pooled* (Brooks, 2014). Secara matematis, PLS dinyatakan sebagai berikut:

Yit = α + βXit + 𝜀it ; i = 1, 2,....., N; t = 1, 2,....., T

Detail:

Yit mencerminkan variabel dependen pada individu ke-i waktu ke-t

Xit mencerminkan variabel independen dari individu ke-i waktu ke-t

α merupakan *intercept* yang memiliki nilai tetap antara individu dengan waktu

β merupakan koefisien dari *slope* dengan nilai konstan antara individu dengan waktu

𝜀it merupakan komponen error pada setiap individu ke-i waktu ke-t

1. *Fixed Effect* (FEM)

*Fixed effect* atau yang juga dapat disebut sebagai *Least Square Dummy Variabel* (LSDV) memungkinkan setiap entitas memiliki nilai *intercept* itu sendiri sehingga berdampak pada timbulnya heteroskedastisitas. Meskipun terdapat *intercept* yang memiliki perbedaan diantara subjek namun masing-masing entitas tidak akan memiliki *intercept* yang bervariasi dari waktu ke waktu (Brooks, 2014). LSDV ini sendiri memiliki kekurangan beberapa diantaranya semakin banyak jumlah dari variabel *dummy* berdampak pada berkurangnya *degree of freedom* dan terjadinya multikolinearitas sehingga pengamatan untuk analisis statistik kurang cukup dan mengurangi efisiensi untuk parameter dari estimasi, tidak dapat digunakan untuk variabel *time-variant*, serta perlu dipertimbangkan *error term*nya (Gujarati & Porter, 2009). Secara matematis, *fixed effect* dapat dinyatakan sebagai berikut:

Yit = α+βXit+𝛾2W2t+𝛾3W3t + … + 𝛾NWNt +𝛾2Zi2 +𝛾3Zi3+ … + 𝜎TZiT+𝜀it

Detail:

Yit mencerminkan variabel dependen pada individu ke-i waktu ke-t

Xit mencerminkan variabel independen dari individu ke-i waktu ke-t

Wit mencerminkan variabel *dummy* Wit dari individu i, i=1,2,…,N dan 0=lainnya

Zit mencerminkan variabel *dummy* Zit t dari individu i, i=1,2,…,N dan 0=lainnya

𝜀it merupakan komponen error pada setiap individu ke-i waktu ke-t

1. *Random Effect* (REM).

Dibandingkan dengan kedua model lainnya, keunikan yang dimiliki oleh REM adalah model ini dapat mengakomodasi perbedaan perubahan antara individu dengan waktu ke dalam *error*. Secara sistematis, *random effect* dapat dinyatakan sebagai berikut:

Yit = α+ βXit + 𝜀 it ; 𝜀 it = ui + vt + wit

Detail:

ui mencerminkan error dari *cross-section*

vt merupakan komponen time series error

wit mencerminkan *error* gabungan

1. **Pengujian Model Estimasi**

Agar diperoleh metode estimasi yang sesuai dengan penelitian, maka dilakukan dua tahap pengujian yaitu:

1. *Chow Test*

Pengujian ini menentukan apakah *Common Effect* atau *Fixed Effect* yang menjadi model paling tepat dalam penelitian ini. Hipotesis yang digunakan dalam pengujian ini adalah:

H0 : penelitian dengan *Common Effect*, dengan nilai probabilitas lebih besar dari α.

H1 : penelitian dengan *Fixed Effect,* dengan nilai probabilitas lebih kecil dari α.

1. *Hausman Test*

Pengujian ini menentukan apakah *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang menjadi model paling tepat dalam penelitian ini. Hipotesis yang digunakan dalam pengujian ini adalah:

H0 : penelitian dengan *Fixed Effect,* dengan nilai probabilitas lebih besar dari α.

H1 : penelitian dengan *Random Effect, ,* dengan nilai probabilitas lebih kecil dari α.

1. **Pengujian Asumsi Klasik**

Data yang dapat digunakan dalam penelitian ini harus yang bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimate*). Adanya BLUE atau tidak dalam data penelitian ini dapat dideteksi dengan melakukan asumsi klasik yang mana secara umum melalui tiga tahapan yaitu uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

1. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas merupakan suatu uji yang dapat mencerminkan adanya hubungan linier diantara variabel bebas. Dalam menginterpretasikan koefisien variabel independen terhadap variabel dependen dengan menggunakan asumsi dengan variabel independen tetap. Namun apabila terjadi korelasi pada variabel dependen, maka asumsi konstan pada variabel independen lainnya menjadi tidak lagi berlaku karena variabel besar yang berubah akan berdampak pada variabel independen yang juga ikut berubah. Nilai baku yang dimiliki dalam uji multikolinearitas adalah 0,8 sehingga apabila nilai koefisien korelasi dibawah 0,8 bertanda tidak terjadinya multikolinearitas dan juga sebaliknya (Gujarati & Porter, 2009).

1. Uji Heteroskedastisitas,

Suatu variabel yang memiliki heteroskedastisitas dapat tercermin dari varians yang tidak konstan atau dengan kata lain nilai varian (ui) tidak sama dengan σ2. Cara yang dapat dilakukan untuk membuat data terbebas dari heteroskedastisitas adalah dengan menerapkan metode GLS atau *Generalized Least Square* yang mana variabel-variabel yang mengalami heteroskedastisitas akan ditransformasikan dan pada akhirnya menghasilkan data yang terbebas dari BLUE (Brooks, 2014).

1. Uji Autokorelasi.

Uji autokorelasi bertujuan untuk melihat apakah ada korelasi pada variabel di periode t dengan periode sebelumnya (t-1).

1. **Pengujian Hipotesis**

Tujuan dari dilakukannya pengujian hipotesis adalah untuk mengetahui apakah koefisien regresi penelitian signifikan atau tidak. Apabila koefisien *slope* bernilai nol, maka dapat dinyatakan bahwa variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat (Brooks, 2014). Secara umum, pengujian hipotesis dapat dilakukan melalui tiga tahapan pengujian yaitu uji F, uji T dan koefisien determinasi atau *r-square*.

1. Uji F

Untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, maka perlu dilakukan uji F. Pada pengujian ini terdapat hipotesis dijabarkan dibawah ini. Secara sederhana, signifikan atau tidaknya suatu variabel dapat dilihat melalui nilai probabilitas yang diperoleh oleh variabel. Nilai probabilitas lebih rendah dari α maka H0 ditolak, begitu juga sebaliknya.

H0 : β1 = β2 = β3 = β4 =..... = βk = 0

H1: Minimal ada satu slope yang memiliki nilai tidak sama dengan nol, dimana k adalah jumlah variabel independen.

1. Uji T

Pengujian koefisien *slope* termasuk koefisien *intercept* secara individual dilakukan melalui uji T. Uji T juga dapat digunakan untuk menguji koefisien regresi setiap variabel independen terhadap variabel dependen. Pada pengujian ini terdapat hipotesis dijabarkan dibawah ini. Secara sederhana, hasil uji T hanya dapat dilihat melalui t-stat yang diperoleh dari variabel. Apabila nilai t-stat lebih rendah dari α, maka maka H0 ditolak, begitu juga sebaliknya

1. Koefisien determinasi atau *r-square*.

Koefisien determinasi (R2) adalah sebuah pengukuran untuk menilai seberapa besar seluruh variabel bebas penelitian dapat menjelaskan perubahan variabel terikat penelitian. Nilai R2 memiliki rentang dari 0 hingga 1 atau dapat diilustrasikan menjadi 0 < R2 < 1. Apabila R2 mendekati nilai 1, maka model regresi dinilai semakin baik dalam menjelaskan bagaimana variabel bebas dapat memprediksikan perubahan pada variabel terikat.

# **BAB 4**

# **HASIL DAN PEMBAHASAN**

## **Hasil Seleksi pada Sampel**

Penelitian ini menggunakan analisis regresi dengan panel data. Pengolahan data ini dibantu dengan menggunakan SPSS 23 dan Stata 14 yang mana SPSS digunakan untuk melakukan analisis deskriptif, uji normalitas, dan uji korelasi. Sedangkan untuk memilih model terbaik, uji regresi, dan uji hipotesis dibantu dengan Stata 14. Hal yang pertama kali dilakukan dalam memproses analisis regresi adalah memilih model estimasi terbaik anatra *common effect, fixed effect,* ataupun *random effect.* Model terbaik tersebut akan diperoleh melalui uji Chow dan uji Hausman. Model estimasi terbaik yang telah diketahui dapat dilanjutkan dengan uji hipotesis dengan syarat metode estimasi tersebut telah lolos uji klasik.

Data proporsi direktur independen dan komisaris independen serta kepemilikan keluarga didapatkan dari laporan tahunan masing-masing perusahaan. Untuk data lainnya seperti *leverage* (DAR dan DER), profitabiilitas ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan rasio pajak didapatkan dar*i Thomson Reuters*. Sampel yang terpilih harus memenuhi syarat-syarat berikut:

1. Perusahaan bergerak pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan beroperasi selama periode penelitian yaitu tahun 2010-2018.
3. Perusahaan mempublikasikan laporan tahunan selama periode 2010-2018.

Perusahaan yang melakukan aksi korporasi atau *corporate action* tidak dapat dimasukkan sebagai kategori sampel terpilih karena aksi korporasi yang dilaksanakan perusahaan berpengaruh langsung terhadap fluktuasi harga saham dan berdampak pada kepemilikan saham perusahaan.

Berdasarkan hasil seleksi sampel yang telah dilakukan yang dapat dilihat pada **tabel 4.1**, maka jumlah perusahaan yang siap untuk diuji berdasarkan periode penelitian 2010-2018 sejumlah 22 perusahaan dengan total observasi untuk data panel berjumlah 198 observasi.

**Tabel 4.1 Hasil Seleksi Sampel**

|  |  |
| --- | --- |
| **Data** | **N** |
| Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI | 155 |
| Perusahaan manufaktur yang IPO tahun 2010-2018 | (51) |
| Perusahaan manufaktur yang *delisting* tahun 2010-2018 | (1) |
| Perusahaan dengan informasi tidak lengkap  Perusahaan yang melakukan *corporate action* tahun 2010-2018 | (24)  (67) |
| Total sampel | 22 |

Sumber: Hasil Olahan Penelitian, 2019

## **Analisa Data**

Hasil statistik deskriptif dari masing-masing variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variabel** | **Mean** | **Median** | **Min** | **Max** | **Std. Deviation** |
| DER | 0.8762 | 0.5190 | 0.0037 | 14.81 | 1.53 |
| DAR | 0.2736 | 0.2654 | 0.0033 | 0.8881 | 0.1781 |
| FamOwn | 0.3962 | 0.4460 | 0.000 | 0.980 | 0.3462 |
| Prof | 0.0363 | 0.0346 | -0.5089 | 0.2547 | 0.0802 |
| Size | 27.78 | 27.52 | 25.33 | 30.44 | 1.1638 |
| Growth | 1.33 | 0.7303 | -6.9603 | 12.48 | 2.0710 |
| Tax Ratio | 0.2748 | 0.2607 | -5.5484 | 2.0436 | 0.6616 |
| Kom.Ind | 0.3768 | 0.3750 | 0.000 | 0.8000 | 0.1671 |
| Dir.Ind | 0.1825 | 0.1667 | 0.000 | 0.6667 | 0.1954 |
| Observasi | 198 | 198 | 198 | 198 | 198 |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, SPSS 23, 2019

DARi,t *= Leverage ratio* diukur dengan *debt to assets ratio* . DERi,t = *Leverage ratio* diukur dengan *debt to equity ratio*. FAMOWNi,t  = Kepemilikan keluarga diukur dengan persentase jumlah saham yang dimilki individu atau afiliasi yang memiliki hubungan keluarga di dalam perusahaan. DIRINDi,t = Direktur independen perusahaan diukur dengan proporsi jumlah direktur independen terhadap total direktur perusahaan. COMMINDi,t = Komisaris independen perusahaan diukur dengan proporsi jumlah komisaris independen terhadap total komisaris perusahaan. PROFi,t = Profitabilitas diukur dengan rasio EBIT terhadap nilai buku total aset. SIZEi,t = Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari nilai buku total aset

Dalam hasil statistik deskriptif pada **Tabel 4.2**, pengukuran variable *leverage* yang pertama yaitu DER memiliki rata-rata sebesar 0,8761, artinya rata-rata rasio utang terhadap ekuitas perusahaan manufaktur di Indonesia sebesar 0,8761. Variabel DER juga memiliki nilai maksimum sebesar 14.80 yang dimiliki oleh PT Panasia Indo Resources Tbk (HDTX) pada tahun 2018 dan nilai minimum sebesar 0,0033 yang dimiliki oleh PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk (KBRI) pada tahun 2012. Sedangkan standar deviasi yang dimiliki oleh variabel DER sebesar 1,53.

Sedangkan untuk pengukuran *leverage* yang kedua yaitu DAR memiliki rata-rata sebesar 0,2736, artinya rata-rata rasio utang terhadap asetyang dimiliki perusahaan di Indonesia sebesar 0,2736. Variabel DAR juga memiliki nilai maksimum sebesar 0,8881 yang dimiliki oleh PT Tifico Fiber Indonesia Tbk (TFCO) pada tahun 2016 dan nilai minimum sebesar 0,0033 yang dimiliki oleh PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk (KBRI) pada tahun 2012. Sedangkan standar deviasi yang dimiliki oleh variabel DAR sebesar 0,1781.

Persentase kepemilikan keluarga yang diwakili oleh variabel FAMOWN pada hasil statistik deskriptif menunjukkan rata-rata FAMOWN adalah sebesar 0.3962 (39,62%), artinya di Indonesia, anggota keluarga memiliki saham perusahaannya sebesar 39,62%. Variabel FAMOWN memiliki nilai maksimum sebesar 98.00% yang dimiliki oleh PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk (GDST) pada tahun 2016 dan 2017 dan nilai minimum sebesar 0% yang dimiliki beberapa perusahaan. Sedangkan standar deviasi yang dimiliki oleh variabel FAMOWN adalah sebesar 0.3270.

Variabel moderasi pertama yaitu proporsi direktur independen (DIRIND) pada hasil statistik deskriptif menunjukkan rata-rata DIRIND adalah sebesar 0.1825 (18,25%), nilai proporsi direktur ini masih tergolong rendah karena BEI baru menetapkan regulasi terkait Direktur Independen pada tahun 2014. Variabel DIRIND memiliki nilai maksimum sebesar 66,67% yang dimiliki oleh PT Panasia Indo Resources Tbk (HDTX) pada tahun 2015 dan nilai minimum sebesar 0%. Sedangkan standar deviasi yang dimiliki oleh variabel DIRIND adalah sebesar 0.1954.

Variabel moderasi kedua yaitu proporsi komisaris independen (COMMIND) pada hasil statistik deskriptif menunjukkan rata-rata COMMIND adalah sebesar 0.3768 (37,68%), nilai proporsi komisaris independen sudah cukup tinggi karena regulasi terkait komisaris independen sudah lebih dahulu dikeluarkan oleh BEJ pada tahun 2000. Variabel COMMIND memiliki nilai maksimum sebesar 80.00% yang dimiliki oleh PT Unilever Tbk (UNVR) dan PT Suparma Tbk. Namun ternyata selama rentang tahun 2010-2018 masih terdapat beberapa perusahaan yang belum memiliki komisaris independen sehingga nilai minimum pada variabel proporsi komisaris independen adalah 0%.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki rata-rata sebesar 27,77, nilai maksimum sebesar 30,44, nilai minimum sebesar 25,33, dan nilai standar deviasi sebesar 1,16. Variabel profitabilitas (PROF) memiliki rata-rata sebesar 0,0364, nilai maksimum sebesar 0.2547, nilai minimum sebesar -0,5089, dan nilai standar deviasi sebesar 0,0802. Variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) memiliki rata-rata sebesar 1,33, nilai maksimum sebesar 12,48, nilai minimum sebesar –6.9603, dan nilai standar deviasi sebesar 2.0710. Variabel rasio pajak (TAXR) memiliki rata-rata sebesar 0,2748, nilai maksimum sebesar 2.0436, nilai minimum sebesar -0,5089, dan nilai standar deviasi sebesar 0,6616.

## **Uji Normalitas**

Tahapan pertama untuk melakukan uji asumsi klasik pada penelitian adalah dengan melakukan uji normalitas terlebih dahulu. Uji normalitas terdiri atas 2 (dua) pengukuran yaitu *skewness* dan *kurtosis*. *Skewness* merupakan ukuran derajat simetri dan distribusi probabilitas. Sedangkan *kurtosis* menunjukkan ketinggian distribusi probabilitas yang dimiliki oleh suatu data. Data yang normal akan memiliki nilai *skewness* sekitar 0 (nol) dan nilai *kurtosis* mendekati 3 (tiga) atau lebih spesifik lagi, data normal tidak memiliki nilai *kurtosis* lebih besar dari +3 atau lebih kecil dari -3.

Berdasarkan lampiran 3**,** diketahui bahwa hasil uji normalitas menunjukkan bahwa kedua variabel dependen yaitu DER dan DAR tidak memenuhi syarat sebagai data yang memiliki distribusi normal. Hal ini diakibatkan dari masih adanya data-data ekstrim atau data yang tidak normal. Sedangkan untuk melanjutkan ke tahap selanjutnya, dibutuhkan data dengan variabel dependen yang terdistribusi normal. Oleh karena itu, data-data penelitian akan ditransformasikan dengan cara mengganti nilai *outlier* dengan batas atas atau bawah, yang dapat juga disebut sebagai *winsorized* (Hair et al., 1988).

1. **Uji Korelasi**

Hasil pengujian menggunakan *Pearson Correlation* dan *Spearman Correlation.* Dengan korelasi yang diukur berdasarkan *spearman correlation*, dapat diketahui bahwa kepemilikan keluarga, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan berkorelasi negatif dengan *leverage*. Sedangkan ukuran perusahaan dan rasio pajak berkorelasi positif dengan leverage. Hasil yang berbeda dilihat dengan pengukuran *pearson correlation* yang mana membuktikan bahwa kepemilikan keluarga, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan berkorelasi negatif dengan *leverage*. Sedangkan untuk variabel rasio pajak berkorelasi positif dengan *leverage.*

1. **Pemilihan Metode Regresi Data Panel**
2. **Uji Chow**

Pada uji Chow dilakukan perbandingan hasil *p-value* dengan *significance level* agar dapat diketahui apakah model estimasi terbaik adalah *common effect* atau *fixed effect*. Apabila *p-value* lebih rendah dari 0.05, maka model estimasi terbaik adalah *fixed effect*. Berdasarkan hasil uji Chow pada lampirkan 8, dapat diketahui bahwa seluruh model penelitian memiliki *p-value* yang lebih rendah dari *significance level* sehingga model estimasi terbaik adalah *fixed effect.* Berdasarkan uji Chow yang telah dilakukan, maka model 1, 2, 3, dan 4 model estimasi yang terpilih adalah *fixed effect*.

**Tabel 4.3 Hasil Uji Chow**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Model**  **Penelitian** | **α = 5%** | | |
| **Probabilitas (F-stat)** | **Keputusan** | **Model Regresi** |
| **Model 1** | 0.000 | Tolak H0 | *Fixed Effect* |
| **Model 2** | 0.000 | Tolak H0 | *Fixed Effect* |
| **Model 3** | 0.000 | Tolak H0 | *Fixed Effect* |
| **Model 4** | 0.000 | Tolak H0 | *Fixed Effect* |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

1. **Uji Hausman**

Pada uji Hausman dilakukan perbandingan hasil *p-value* dengan *significance level* 5% agar dapat diketahui apakah model estimasi terbaik adalah *random effect* atau *fixed effect*. Apabila *p-value* lebih rendah dari 0.05, maka model estimasi terbaik adalah *fixed effect*. Berdasarkan pada hasil yang ditunjukkan pada lampiran 9**,** maka selutuh model menggunakan model regresi *fixed effect* kecuali untuk model 4 yang menggunakan *random effect* sebagai model regresi..

**Tabel 4.4 Hasil Uji Hausman**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Model**  **Penelitian** | **α = 5%** | | |
| **Probabilitas (F-stat)** | **Keputusan** | **Model Regresi** |
| **Model 1** | 0.003 | Tolak H0 | *Fixed Effect* |
| **Model 2** | 0.001 | Tolak H0 | *Fixed Effect* |
| **Model 3** | 0.104 | Tolak H0 | *Random Effect* |
| **Model 4** | 0.172 | Terima H0 | *Random Effect* |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

1. **Uji Asumsi Klasik**

Suatu model penelitian harus memenuhi kriteria dari BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator)* yaitu model tersebut bersifat linier, idak bias, dan bariannya minimum (Brooks, 2014). Pengujian ini terdiri atas uji normalitas yang telah dilakukan sebelumnya pada uraian **4.3**, yang selanjutnya akan ditambahkan dengan uji multikolinearitas, hereoskedastisitas, dan autokolinearitas.

1. **Uji Multikolinearitas**

Untuk mengetahui ada atau tidaknya korelasi di antara variabel independen, maka dilakukan uji multikolinearitas. Apabila dalam suatu model terdapat nilai koefisien korelasi < 0.08, maka dapat dikatakan model tersebut bebas dari multikolinearitas (Gujarati, 2006). Pada hasil kolinearitas yang tercermin pada lampiran 4-7yang telah ditampilkan sebelumnya, seluruh variabel independen memiliki koefisien kurang dari 0.08 sehingga terbebas dari multikolinearitas.

1. **Uji Autokorelasi**

Untuk mengetahui adanya korelasi antar satu residual dengan residual lainnya, maka perlu dilakukan uji Autokorelasi. Pada penelitian ini, uji autokorelasi dilakukan melalui uji *Wooldridge Test*. Berdasarkan hasil uji autokorelasi yang tercermin pada lampiran 10 maka seluruh model masih terdapat autokorelasi.

1. **Uji Heteroskedastisitas**

Uji heterokedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual atau pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut heterokedastisitas. Model yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (Ghozali, 2011). Pada penelitian ini, uji heteroskedastisitas menggunakan uji *Wald Test*. Berdasarkan hasil pengujian yang dapat dilihat pada lampiran 11, maka seluruh model masih mengalami heteroskedastisitas.

1. **Uji Hipotesis**

Setelah ditemukan model estimasi terbaik dari masing-masing model dan juga dilakukan asumsi klasik, maka selanjutnya dilakukan uji hipotesis untuk mengetahui signifikan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Uji hipotesis ini akan menggunakan tiga metode yaitu uji T, uji F, dan uji koefisien determinasi. Berikut ini adalah ringkasan hasil regresi keseluruhan model:

**Tabel 4.5 Ringkasan hasil regresi model 1**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 1:** DER i,t = β0 - β1 FAMOWN i,t - β2 PROF i,t - β3 SIZE i,t - β4 GROW i,t + β5 TAX i,t + 𝜀 i,t…… | | | | |
| Variabel Independen |  | Variabel dependen DER | | |
| Sign | Coef | t-stat | Prob 1-tail |
| C |  | 1.9543 | 0.78 | 0.218 |
| FamOwn | - | -0.4863\* | -1.63 | 0.052 |
| Prof | - | -3.3404\*\*\* | -2.66 | 0.004 |
| Size | - | -0.0254 | -0.29 | 0.388 |
| Growth | - | -0.0812\* | -1.62 | 0.053 |
| TaxRatio | + | 0.1353 | 0.91 | 0.182 |
| Jumlah Observasi  Cross-section  Metode  R2  Prob(F-Statistic) | 198 | | | |
| 22 | | | |
| *Fixed Effect* | | | |
| 0.1129 | | | |
| 0.000 | | | |
| *\*\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 1%*  *\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 5%*  *\* signifikan pada tingkat keyakinan 10%* | | | | |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

DERi,t = *Leverage ratio* diukur dengan *debt to equity ratio*. FAMOWNi,t  = Kepemilikan keluarga diukur dengan persentase jumlah saham yang dimilki individu atau afiliasi yang memiliki hubungan keluarga di dalam perusahaan. PROFi,t = Profitabilitas diukur dengan rasio EBIT terhadap nilai buku total aset. SIZEi,t = Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari nilai buku total aset.

**Tabel 4.6 Ringkasan hasil regresi model 2**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 2:** DER i,t = β0 - β1 FAMOWN i,t + β2 FAMOWN\*DIRIND i,t + β3 FAMOWN\*COMMIND i,t - β4 PROF i,t - β5 SIZE i,t – β6 GROW i,t + β7 TAX i,t - 𝜀 i,t…… | | | | |
| Variabel Independen |  | Variabel dependen DER | | |
| Sign | Coef | t-stat | Prob 1-tail |
| C |  | 2.2616 | 0.90 | 0.185 |
| FamOwn | - | -0.5892 | -1.00 | 0.159 |
| Prof | - | -3.2696\*\*\* | -2.60 | 0.005 |
| Size | - | -0.0351 | -0.39 | 0.347 |
| Growth | - | -0.0894\*\* | -1.77 | 0.039 |
| TaxRatio | + | 0.1104 | 0.74 | 0.231 |
| Fam\*DirInd | + | 1.3468 | -0.45 | 0.111 |
| Fam\*KomInd | + | -0.6065 | 1.22 | 0.326 |
| Jumlah Observasi  Cross-section  Metode  R2  Prob(F-Statistic) | 198 | | | |
| 22 | | | |
| *Fixed Effect* | | | |
| 0.1176 | | | |
| 0.000 | | | |
| *\*\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 1%*  *\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 5%*  *\* signifikan pada tingkat keyakinan 10%* | | | | |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

DERi,t = *Leverage ratio* diukur dengan *debt to equity ratio*. FAMOWNi,t  = Kepemilikan keluarga diukur dengan persentase jumlah saham yang dimilki individu atau afiliasi yang memiliki hubungan keluarga di dalam perusahaan. PROFi,t = Profitabilitas diukur dengan rasio EBIT terhadap nilai buku total aset. SIZEi,t = Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari nilai buku total aset. FAMOWN\*DIRINDi,t = Moderasi diukur dengan kepemilikan keluarga dikali proporsi Direktur independen perusahaan. FAMOWN\*COMMINDi,t = Moderasi diukur dengan kepemilikan keluarga dikali proporsi komisaris independen perusahaan

**Tabel 4.7 Ringkasan hasil regresi model 3**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 3:** DAR i,t = β0 + β1 FAMOWN i,t + β2 PROF i,t + β3 SIZE i,t + β4 COLL i,t + 𝜀 i,t…… | | | | |
| Variabel Independen |  | Variabel dependen DAR | | |
| Sign | coef | t-stat | Prob 1-tail |
| C |  | 1.3551\*\*\* | 4.46 | 0.000 |
| FamOwn | - | -0.0953\*\*\* | -2.63 | 0.004 |
| Prof | - | -0.3735\*\*\* | -2.45 | 0.007 |
| Size | - | -0.0369\*\*\* | -3.44 | 0.000 |
| Growth | - | -0.0071 | -1.18 | 0.119 |
| TaxRatio | + | 0.0171 | 0.95 | 0.172 |
| Jumlah Observasi  Cross-section  Metode  R2  Prob(F-Statistic) | 198 | | | |
| 22 | | | |
| *Random Effect* | | | |
| 0.0517 | | | |
| 0.000 | | | |
| *\*\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 1%*  *\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 5%*  *\* signifikan pada tingkat keyakinan 10%* | | | | |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

DARi,t = *Leverage ratio* diukur dengan *debt to asset ratio*. FAMOWNi,t  = Kepemilikan keluarga diukur dengan persentase jumlah saham yang dimilki individu atau afiliasi yang memiliki hubungan keluarga di dalam perusahaan. PROFi,t = Profitabilitas diukur dengan rasio EBIT terhadap nilai buku total aset. SIZEi,t = Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari nilai buku total aset

**Tabel 4.8 Ringkasan hasil regresi model 4**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 4:** DAR i,t = β0 + β1 FAMOWN i,t + β2 FAMOWN\*DIRIND i,t + β3 FAMOWN\*COMMIND i,t + β4 PROF i,t + β5 SIZE i,t + β6 COLL i,t + 𝜀 i,t…… | | | | |
| Variabel Independen |  | Variabel dependen DAR | | |
| Sign | coef | t-stat | Prob 1-tail |
| C |  | 1.4343\*\*\* | 4.74 | 0.000 |
| FamOwn | - | -0.2095\*\*\* | -2.96 | 0.001 |
| Prof | - | -0.3849\*\*\* | -2.55 | 0.005 |
| Size | - | -0.0395\*\*\* | -3.70 | 0.000 |
| Growth | - | -0.0071 | -1.17 | 0.121 |
| TaxRatio | + | 0.0125 | 0.69 | 0.244 |
| Fam\*DirInd | + | 0.1890\* | 1.43 | 0.077 |
| Fam\*KomInd | + | 0.1675 | 1.04 | 0.150 |
| Jumlah Observasi  Cross-section  Metode  R2  Prob(F-Statistic) | 198 | | | |
| 22 | | | |
| *Random Effect* | | | |
| 0.0810 | | | |
| 0.000 | | | |
| *\*\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 1%*  *\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 5%*  *\* signifikan pada tingkat keyakinan 10%* | | | | |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

DARi,t = *Leverage ratio* diukur dengan *debt to asset ratio*. FAMOWNi,t  = Kepemilikan keluarga diukur dengan persentase jumlah saham yang dimilki individu atau afiliasi yang memiliki hubungan keluarga di dalam perusahaan. PROFi,t = Profitabilitas diukur dengan rasio EBIT terhadap nilai buku total aset. SIZEi,t = Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari nilai buku total aset. FAMOWN\*DIRINDi,t = Moderasi diukur dengan kepemilikan keluarga dikali proporsi Direktur independen perusahaan. FAMOWN\*COMMINDi,t = Moderasi diukur dengan kepemilikan keluarga dikali proporsi komisaris independen perusahaan

1. **Kepemilikan Keluarga terhadap Leverage**

Hipotesis 1 menguji tentang pengaruh kepemilikan keluarga terhadap leverage yang diukur dengan DER dan DAR yang hasilnya dapat dilihat pada **tabel 4.12** dan **tabel 4.13**. Dari kedua hasil pengujian tersebut, dapat dilihat bahwa kepemilikan keluarga memiliki hubungan negatif signifikan pada tingkat keyakinan 1%. Hal ini mendukung hipotesis 1 yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah kepemilikan keluarga yang dimiliki suatu perusahaan, maka semakin rendah tingkat leverage. Atau dengan kata lain, H1 diterima. Hal ini bermakna bahwa perusahaan mengutamakan dana internal sebagai sumber utama pembiayaan perusahaan,dalam hal investasi dan operasional yang juga sesuai dengan *pecking order theory*. Dalam artian lain, perusahaan manufaktur di Indonesia juga cenderung bergantung pada ekuitas dibandingkan leverage dalam struktur modal (Shleifer & Vishny, 1986). Alasan yang mendukung hal tersebut adalah adanya kekhawatiran perusahaan manufaktur di Indonesia tidak ingin diganggu oleh kehadiran *debtholders* dan juga lembaga keuangan yang bersangkutan (Isakov & Weisskopf, 2015).

Hasil pengujian hipotesis ini serupa dengan yang dilakukan Ampenberger (2013) dengan objek penelitian di perusahaan Jerman yang mana juga merupakan negara yang mengaplikasikan *two-tier system*. Menurut Ampenberger (2013), Hubungan negatif kepemilikan keluarga dengan *leverage* ini disebabkan oleh adanya keterlibatan keluarga di dalam manajemen perusahaan.

Namun hasil yang berbeda ditunjukkan dengan penelitian yang dilakukan di negara *emerging* lainnya. ElBannan (2017) dengan objek penelitian perusahaan terbuka di Mesir justru membuktikan bahwa kepemilikan keluarga memiliki hubungan positif signifikan terhadap *leverage*.

1. **Interaksi Komisaris Independen dan Direktur Independen**

Hipotesis selanjutnya menduga hubungan keluarga terhadap leverage dengan adanya interaksi dari kehadiran komisaris independen yang ditunjukan dalam hipotesis 2 dan kehadiran direktur independen yang ditunjukan dalam hipotesis 3.

Berdasarkan hasil pengujian regresi pada model 2 dan model 4, dapat diketahui bahwa komisaris independen berhubungan positif dan tidak signifikan. Dengan kata lain, peran komisaris independen tidak dapat memperkuat ataupun melemahkan hubungan negatif dari kepemilikan keluarga terhadap *leverage.*

Kemudian untuk interaksi direktur independen yang dapat dilihat pada hasil pengujian regresi model 2 dan model 4, menunjukkan bahwa direktur independen secara parsial mampu memperkuat hubungan negatif kepemilikan keluarga dan *leverage.*

1. **Profitabilitas terhadap *Leverage***

Profitabilitas merupakan proxy ketersediaan dana internal perusahaan yang mengakibatkan leverage menjadi lebih rendah. Perusahaan yang memiliki ketersediaan dana internal yang cukup untuk pembiayaan akan cenderung memiliki leverage yang rendah karena sesuai dengan *pecking order theory*, pendanaan internal akan dijadikan sumber utama bagi perusahaan dalam pembiayaan investasi dan juga operasional perusahaan. Sehingga dalam penelitian ini, profitabilitas diduga memiliki hubungan negatif dengan *leverage*.

Dari tabel uji hipotesis untuk seluruh model menbuktikan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hasil uji hipotesis ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh ElBannan (2017) dengan obyek penelitian perusahaan terbuka di Mesir yang juga menunjukkan bahwa profitabilitas berhubungan negatif dan signifikan terhadap *leverage*.

1. **Ukuran Perusahaan terhadap *Leverage***

Ukuran perusahaan merupakan proxy dari akses pembiayaan. Semakin besar perusahaan, maka semakin rendah *leverage*. Atau dengan kata lain, ukuran perusahaan diprediksikan memiliki hubungan negatif terhadap *leverage* (Titman & Wessels, 1988).

Berdasarkan tabel uji hipotesis yang ditunjkkan dari seluruh model membuktikan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap *leverage* sehingga dapat dikatakan bahwa hasil penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Ezeoha (2016) dengan obyek penelitian perusahaan terbuka di Nigeria. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan manufaktur di Indonesia, maka akan memiliki akses yang lebih besar kepada *equity market* dan mengutamakan sumber pendanaan internal perusahaan dibandingkan dengan perusahaan manufaktur di Indonesia dengan ukuran perusahaan yang lebih kecil.

1. ***Growth Opportunities* terhadap *Leverage***

Nilai pasar suatu aset dibagi dengan nilai buku suatu aset menjadi pengukuran bagi variabel rasio *market-to-book.* Berdasarkan teori agen dan teori arus kas, hutang dapat menjadi alat untuk mengatur dalam pendisiplinan manajemen di dalam perusahaan (ElBannan, 2017).

Dalam hasil pengujian regresi dapat diketahui bahwa *growth opportunities* secara parsial berhubungan negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Lipson dan Mortal (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan yang bersifat *overvalue* dan memiliki rasio *market-to-debt* lebih tinggi akan cenderung bergantung pada ekuitas sebagai sumber pendanaan. Sedangkan untuk perusahaan yang *undervalue* dan memiliki rasio *market-to-debt* yang rendah akan mengutamakan hutang sebagai sumber pendanaannya. Oleh karena itu, perusahaan manufaktur di Indonesia akan bergantung pada hutang atau ekuitas tergantung berdasarkan rasio *market-to-debt* yang dimiliki.

1. **Rasio Pajak terhadap *Leverage***

Rasio pajak atau *tax ratio* merupakan proksi yang mencerminkan efek dari penggunaan *tax shield* oleh perusahaan (ElBannan, 2017). Namun berdasrkan hasil pengujian regresi di atas, dari seluruh model menunjukkan bahwa variabel *tax ratio* memiliki hubungan positif dan tidak signifikan terhadap *leverage.* Dalam artian lain, penelitian ini gagal menemukan hubungan dari rasio pajak terhadap *leverage.*

1. **Uji F**

Pelaksanaan Uji F adalah untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Nilai signifikan berpatokan pada α = 5% atau 0,05. Apabila nilai signifikan lebih rendah dari 5% atau 0,05, artinya seluruh variabel independen pada model penelitian mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen, begitu juga sebaliknya. Berdasarkan hasil uji F yang telah dilakukan**,** maka dapat dikatakan bahwa seluruh model pada model penelitian 1, 2, 3 dan 4 variabel independen memiliki pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

1. **Uji Koefisien Determinasi**

Untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen pada penelitian, maka perlu dilakukan uji koefisien determinasi melalui nilai *R-square* (R2).

**Tabel 4.9 Hasil Uji Koefisien Determinasi**

|  |  |
| --- | --- |
| **Model** | **R2** |
| Model 1 | 0.1129 |
| Model 2 | 0.1176 |
| Model 3 | 0.0517 |
| Model 4 | 0.0810 |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

Berdasarkan hasil regresi pada **tabel 4.17**, pada model 1 diperoleh nilai R2 sebesar 0.1129. Artinya, variabel kepemilikan keluarga (FAMOWN), ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusaaan (GROWTH), dan rasio pajak (TAXR) dapat menjelaskan *leverage* (DER) sebesar 11,29%, sedangkan sisanya sebesar 88,71% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model penelitian ini.

Pada model 2, diperoleh nilai R2 sebesar 0.1176. Artinya, variabel kepemilikan keluarga (FAMOWN), moderasi dari direktur independen (FAM\*DIRIND), moderasi dari komisaris independen (FAM\*COMMIND), ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusaaan (GROWTH), dan rasio pajak (TAXR) dapat menjelaskan *leverage* (DER) sebesar 11,76%, sedangkan sisanya sebesar 88,24% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model penelitian ini.

Pada model 3 diperoleh nilai R2 sebesar 0.0517. Artinya, variabel kepemilikan keluarga (FAMOWN), ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusaaan (GROWTH), dan rasio pajak (TAXR) dapat menjelaskan *leverage* (DAR) sebesar 5,17%, sedangkan sisanya sebesar 94,83% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model penelitian ini.

Pada model 4, diperoleh nilai R2 sebesar 0.0810. Artinya, variabel kepemilikan keluarga (FAMOWN), moderasi dari direktur independen (FAM\*DIRIND), moderasi dari komisaris independen (FAM\*COMMIND), ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (PROF), pertumbuhan perusaaan (GROWTH), dan rasio pajak (TAXR) dapat menjelaskan *leverage* (DER) sebesar 8,1%, sedangkan sisanya sebesar 91,9% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model penelitian ini.

# **BAB 5**

# **KESIMPULAN DAN SARAN**

1. **Kesimpulan**

Mengetahui interaksi yang ditimbulkan dari pendekatan independen terhadap hubungan kepemilikan keluarga dan *leverage* menjadi tujuan dari penelitian ini. Berdasarkan *two-tier system* yang berlaku di Indonesia, maka pendekatan independen dalam perusahaan di Indonesia dapat dilihat dengan adanya komisaris independen dan direktur independen di dalam perusahaan. Objek penelitian ini hanya berpusat pada perusahaan di industri manufaktur di Indonesia dengan periode penelitian tahun 2010 sampai dengan 2018.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh dan berhubungan negatif terhadap *leverage*. Artinya, perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung mengutamakan pendanaan internal. Hal ini berarti perusahaan manufaktur di Indonesia tidak ingin terlalu bergantung pada hutang untuk menghindari *financial distress* dan juga memperkecil peluang perusahaan untuk bangkrut. Selain itu, hubungan negatif ini juga disebabkan karena adanya keterlibatan keluarga dalam manajemen perusahaan di Indonesia (Ampenberger, 2013).

Pandangan perusahaan keluarga terhadap keputusan terkait struktur modal perusahaan terbukti lebih kuat. Lebih rinci, direktur independen sebagai pihak yang terjun langsung dalam berjalannya perusahaan menjadi moderator dalam hubungan negatif antara kepemilikan keluarga dengan *leverage*. Namun berbeda dengan komisaris independen yang berperan sebagai supervise perusahaan terbukti tidak dapat memperkuat hubungan kepemilikan keluarga dengan *leverage*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa yang terbukti mendukung perusahaan dalam memprioritaskan penggunaan sumber dana internal adalah direktur independen.

1. **Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini hanya terbatas pada sektor manufaktur pada perusahaan terbuka di Indonesia pada periode penelitian tahun 2010-2018. Selain itu, Bursa Efek Indonesia (BEI) telah memiliki regulasi baru untuk menghilangkan aturan wajib bagi setiap perusahaan untuk memiliki direktur independen di perusahaan yang mulai efektif per tanggal 28 Desember 2018.

1. **Saran**

Berdasarkan kesimpulan yang telah dijabarkan pada poin sebelumnya, maka hasil penelitian ini berimpilkasi pada beberapa hal yang dapat disarankan, yaitu:

1. Bagi para akademisi yang tertarik melakukan penelitian terkait dengan kepemilikan keluarga dan *leverage*, dapat memperluas sektor yang diteliti dan menggunakan proksi lain dalam mengukur struktur modal dan *financing decision* pada perusahaan milik keluarga.
2. Perusahaan dapat menjadikan hasil penelitian ini sebagai referensi dalam membuat keputusan struktur modal pada perusahaan keluarga, terlebih dengan adanya peran komisaris independen dan direktur independen dalam struktur organisasi perusahaan.

**DAFTAR PUSTAKA**

Abor, J. and Biekpe, N. (2005). What determines the capital structure of listed firms in Ghana?, *African Finance Journal*, Vol. 7 No. 1, pp. 37-48.

Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), 83–92.

Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders Author ( s ): Anup Agrawal and Charles R . Knoeber Source : The Journal of Financial and Quantitative Analysis , Vol . 31 , No . 3 ( Sep ., 1996 ), pp . Business. *Financial and Quantitative Analysis*, *31*(3), 377–397.

Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, *7*(3), 247-275.

Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *The Journal of Law and Economics*, *46*(2), 653-684.

Asian Development Bank. (2000). Corporate governance and finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand. Consolidated Report 1. Asian Development Bank. Manila.

Baker, M., Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*. 57 (1), 1–32.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1994). Lines of credit and relationship lending in small firm finance. *Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, (113).Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 921-963.

Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK-a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, *12*(3), 159-170.

Cheng, M., Lin, B., & Wei, M. 2015. Executive Compensation in Family Firms: The Effect of Multiple Family Members. *Journal of Corporate Finance*, 32: 238-257.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., Lang, L. (1999). Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. Policy Research paper 2088. World Bank. Washington, DC.

Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*, *17*(5), 860–897.

Cooley, T.F. and Quandrini, V. (2001), “Financial markets and ﬁrm dynamics”, The American Economic Review, Vol. 91 No. 5, pp. 286-310.

De Massis, A., Sharma, P., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2012). *Family business studies: An annotated bibliography*. Edward Elgar Publishing.

Demsetz & Lehn, K., H. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, *93*(6), 1155–1177.

Doan, T., & Nguyen, N. Q. (2018). Boards of directors and firm leverage: Evidence from real estate investment trusts. *Journal of Corporate Finance*, *51*(June), 109–124.

Easterbrook, B. F. H. (2018). American Economic Association Two Agency-Cost Explanations of Dividends Author ( s ): Frank H . Easterbrook Source : The American Economic Review , Vol . 74 , No . 4 ( Sep ., 1984 ), pp . 650-659 Published by : American Economic Association Stable URL : h, *74*(4), 650–659.

ElBannan, M. A. (2017). Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country. *Emerging Markets Review*, *33*, 201–231.

Ellul, A., 2009. Control motivations and capital structure decision. *Working Paper*. Indiana University. March. 2009.

Ezeoha, A.E. (2016). Firm size and corporate financial-leverage choice in a developing economy. *Journal of Risk Finance*. 9 (4), 351–364.

Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations $ We are grateful to. *Journal of Financial Economics*, *65*, 365–395.

Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, *91*(1), 54-78.

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy,* 88(2), 288–307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, *26*(2), 327-349.

Faulkender, M. and Petersen, M.A. (2006), “Does the source of capital affect capital structure?”, The Review of Financial Studies, Vol. 19 No. 1, pp. 45-79.

Hapsari, M. (2018). Struktur kepemilikan keluarga, leverage, dan capital expenditure di emerging market Indonesia. Tesis. Universitas Indonesia.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, *46*(1), 297-355.

Glen, J. and Pinto, B. (1994), ‘‘Debt or equity? How firms in developing countries choose’’, Discussion Paper 22, International Financial Corporation, Washington, DC.

Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & de Castro, J. (2011). The Bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, *5*(1), 653–707.

Hair Jr., J., Anderson, R, Tatham, R, and Black, W. (1998). Multivariate Data Analysis, Fifth Edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall, Inc.

Isakov, D., & Weisskopf, J. P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, *33*, 330-344.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics,* 3, 305–360.

King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, *32*(11), 2423-2432.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. The Journal of Finance, 28(4), 911–922.

Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *The Journal of finance*, *37*(1), 121-144.

Mat Nor, F., & Ariffi, B. (2006). Pyramidal Ownership Structure. *Capital Structure and Investment Policy: A Case of Malaysian Listed Firms, Universiti Kebangsaan Malaysia & Universiti Putra Malaysia, Serdang*.

Mishra, C. S., & Mcconaughy, D. L. (1999). Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *23*(4), 53–64.

Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *43*, 16–29.

Patrick, H. (2001). Corporate governance and the Indonesian financial system: A comparative perspective. APEC Study Center Columbia Business School. Discussion Paper 16.

Pratiwi, R., & Yulianto, A. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Komisaris Independen terhadap Biaya Keagenan Perusahaan yang Masuk dalam Indonesia Most Trusted Companies. *Management Analysis Journal*, 5(3), 215-228.

Price Waterhouse Cooper. (2014). Survey Bisnis Keluarga 2014, (November), 1–35. Retrieved from https://www.pwc.com/id/en/publications/assets/indonesia-report-family-business-survey-2014.pdf

Purag, M.B., Abdullah, A.B., & Bujang, I. (2016). Corporate governance and capital structure of Malaysian family-owned companies. *Journal of Business and Retail Management Research*, 11 (1).

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, *50*(5), 1421-1460.

Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1966). Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1(2), 1–35.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). Fundamentals of Corporate Finance. New York: McGraw-Hill Irwin.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., Lim, J., Tan, R., & Wong, H. (2015). Corporate Finance (Tenth Edit). New York: McGraw-Hill Education.

Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, *36*(7–8), 863–898.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2002). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, *94*(3, Part 1), 461–488.

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of financial Economics*, *20*, 25-54.

Suriharti & Utama, C. A., (2017). Dampak keputusan investasi dan struktur kepemilikan keluarga terhadap kompensasi perusahaan manufaktur di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan,* 21(1). 14-24.

Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm’s liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, *13*(1), 137–151.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, *43*(1), 1-19.

Utama, S. (2008). Related Party Transaction: Country Paper Indonesia. Prelimenary Draft.

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, *80*(2), 385–417.

Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, *44*(3), 619–656.

Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, *105*(3), 581-606.

# **LAMPIRAN**

**Lampiran 1 – Sampel Perusahaan**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **No.** | **Kode** | **Nama Perusahaan** | **Sektor** |
| 1 | ADES | PT Akasha Wira International Tbk | Industri Barang Konsumsi |
| 2 | ADMG | PT Polychem Indonesia Tbk | Aneka Industri |
| 3 | APLI | PT Asiaplast Industries Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 4 | FPNI | PT Lotte Chemical Titan Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 5 | GDST | PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 6 | HDTX | PT Panasia Indo Resources Tbk | Aneka Industri |
| 7 | INDR | PT Indorama Synthetics Tbk | Aneka Industri |
| 8 | INRU | PT Toba Pulp Lestari Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 9 | KBRI | PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 10 | KDSI | PT Kedawung Setia Industrial Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 11 | KLBF | PT Kalbe Farma Tbk | Industri Barang Konsumsi |
| 12 | LION | PT Lion Metal Works Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 13 | LMPI | PT Langgeng Makmur Industri Tbk | Industri Barang Konsumsi |
| 14 | PRAS | PT Prima Alloy Steel Universal Tbk | Aneka Industri |
| 15 | PYFA | PT Pyridam Farma Tbk | Industri Barang Konsumsi |
| 16 | SPMA | PT Suparma Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 17 | SRSN | PT Indo Acidatama Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 18 | SSTM | PT Sunson Textile Manufacturer Tbk | Aneka Industri |
| 19 | TFCO | PT Tifico Fiber Indonesia Tbk | Aneka Industri |
| 20 | TIRT | PT Tirta Mahakam Resources Tbk | Industri Dasar dan Kimia |
| 21 | UNIT | PT Nusantara Inti Corpora Tbk | Aneka Industri |
| 22 | YPAS | PT Yanaprima Hastapersada Tbk | Industri Dasar dan Kimia |

**Lampiran 2 – Data Penelitian**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Kode | Tahun | DER | DAR | F.Own | Prof | Size | Comm  Ind | Dir  Ind | Grow | Taxr |
| ADES | 2010 | 0,9913 | 0,3793 | 0,000 | 0,0260 | 25,91 | 0,33 | 0,50 | 12,28 | 0,06 |
| 2011 | 1,7935 | 0,5520 | 0,000 | 0,0864 | 26,51 | 0,33 | 0,33 | 5,39 | 0,06 |
| 2012 | 0,9822 | 0,3908 | 0,000 | 0,0822 | 26,48 | 0,33 | 0,33 | 5,95 | 0,13 |
| 2013 | 0,4372 | 0,2350 | 0,000 | 0,2285 | 26,69 | 0,33 | 0,25 | 4,55 | -0,09 |
| 2014 | 0,3315 | 0,1990 | 0,000 | 0,1241 | 26,81 | 0,33 | 0,25 | 2,80 | 0,06 |
| 2015 | 0,1956 | 0,1136 | 0,000 | 0,1005 | 26,94 | 0,33 | 0,25 | 1,91 | 0,25 |
| 2016 | 0,5063 | 0,2545 | 0,000 | 0,0751 | 27,21 | 0,33 | 0,33 | 1,64 | 0,26 |
| 2017 | 0,5231 | 0,2620 | 0,000 | 0,1021 | 27,37 | 0,33 | 0,33 | 1,28 | 0,09 |
| 2018 | 0,4761 | 0,2397 | 0,000 | 0,0881 | 27,46 | 0,33 | 0,50 | 1,18 | 0,25 |
| ADMG | 2010 | 1,3951 | 0,4087 | 0,000 | -0,0057 | 28,94 | 0,40 | 0,00 | 0,75 | 0,28 |
| 2011 | 0,5658 | 0,2688 | 0,000 | 0,0187 | 29,20 | 0,40 | 0,00 | 0,86 | 0,42 |
| 2012 | 0,4506 | 0,2309 | 0,000 | 0,0916 | 29,33 | 0,40 | 0,17 | 0,54 | 0,31 |
| 2013 | 0,4574 | 0,2449 | 0,000 | 0,0239 | 29,38 | 0,40 | 0,20 | 0,21 | 0,23 |
| 2014 | 0,3221 | 0,1833 | 0,000 | 0,0135 | 29,55 | 0,40 | 0,20 | 0,17 | 0,87 |
| 2015 | 0,2137 | 0,1353 | 0,000 | -0,0660 | 29,38 | 0,25 | 0,20 | 0,09 | 0,67 |
| 2016 | 0,1643 | 0,1049 | 0,000 | -0,0751 | 29,39 | 0,25 | 0,25 | 0,15 | 0,75 |
| 2017 | 0,0478 | 0,0308 | 0,000 | -0,0966 | 29,27 | 0,50 | 0,25 | 0,29 | 0,50 |
| 2018 | 0,0384 | 0,0247 | 0,000 | 0,0031 | 29,26 | 0,40 | 0,25 | 0,33 | 0,82 |
| APLI | 2010 | 0,7303 | 0,3758 | 0,830 | 0,1149 | 26,43 | 0,33 | 0,33 | 0,60 | 0,34 |
| 2011 | 0,2767 | 0,1896 | 0,830 | 0,0627 | 26,54 | 0,33 | 0,33 | 0,54 | 0,25 |
| 2012 | 0,3014 | 0,1943 | 0,830 | 0,0495 | 26,54 | 0,33 | 0,00 | 0,57 | 0,13 |
| 2013 | 0,3471 | 0,2273 | 0,553 | 0,0398 | 26,53 | 0,33 | 0,00 | 0,44 | 0,29 |
| 2014 | 0,2039 | 0,1463 | 0,849 | 0,0504 | 26,44 | 0,33 | 0,33 | 0,52 | 0,31 |
| 2015 | 0,0169 | 0,0139 | 0,844 | 0,0600 | 26,33 | 0,33 | 0,33 | 0,39 | 0,42 |
| 2016 | 0,2301 | 0,1652 | 0,854 | 0,0135 | 26,46 | 0,50 | 0,33 | 0,63 | 0,20 |
| 2017 | 0,0865 | 0,0601 | 0,855 | 0,0584 | 26,67 | 0,33 | 0,25 | 0,42 | 0,39 |
| 2018 | 0,0972 | 0,0554 | 0,855 | 0,0129 | 26,71 | 0,33 | 0,25 | 0,54 | 1,34 |
| FPNI | 2010 | 0,1044 | 0,0515 | 0,953 | 0,0856 | 28,77 | 0,50 | 0,25 | 0,61 | -0,16 |
| 2011 | 0,2096 | 0,0913 | 0,953 | -0,0546 | 28,71 | 0,50 | 0,33 | 0,84 | -0,09 |
| 2012 | 0,2475 | 0,0911 | 0,953 | -0,0239 | 28,73 | 0,50 | 0,33 | 0,60 | -0,02 |
| 2013 | 0,2646 | 0,0877 | 0,952 | -0,0179 | 28,75 | 0,50 | 0,00 | 0,52 | 0,21 |
| 2014 | 0,2233 | 0,0765 | 0,952 | -0,0082 | 28,89 | 0,50 | 0,50 | 0,43 | 0,38 |
| 2015 | 0,2352 | 0,0852 | 0,952 | -0,0145 | 28,79 | 0,50 | 0,50 | 0,43 | 0,42 |
| 2016 | 0,2047 | 0,0844 | 0,904 | 0,0343 | 28,80 | 0,50 | 0,50 | 0,55 | 0,58 |
| 2017 | 0,2062 | 0,0986 | 0,904 | 0,0199 | 28,65 | 0,50 | 0,33 | 0,78 | 0,51 |
| 2018 | 0,9098 | 0,4764 | 0,904 | -0,0150 | 28,59 | 0,50 | 0,33 | 0,62 | 0,56 |
| GDST | 2010 | 0,6642 | 0,3991 | 0,106 | -0,2810 | 27,60 | 0,33 | 0,00 | 2,09 | 0,25 |
| 2011 | 0,3114 | 0,2374 | 0,106 | 0,2122 | 27,70 | 0,33 | 0,00 | 1,42 | 0,26 |
| 2012 | 0,4679 | 0,3188 | 0,107 | 0,1436 | 27,61 | 0,33 | 0,20 | 1,13 | 0,29 |
| 2013 | 0,3441 | 0,2344 | 0,107 | 0,0606 | 27,78 | 0,50 | 0,20 | 0,83 | 0,25 |
| 2014 | 0,3094 | 0,2297 | 0,107 | 0,1317 | 27,81 | 0,33 | 0,20 | 0,94 | 0,24 |
| 2015 | 0,0373 | 0,0236 | 0,107 | -0,0086 | 27,94 | 0,33 | 0,20 | 0,61 | 0,27 |
| 2016 | 0,0399 | 0,0271 | 0,980 | -0,0555 | 27,80 | 0,33 | 0,20 | 1,11 | 0,26 |
| 2017 | 0,0386 | 0,0255 | 0,980 | 0,0430 | 27,86 | 0,50 | 0,20 | 0,81 | 0,30 |
| 2018 | 0,5088 | 0,3372 | 0,889 | 0,0114 | 27,95 | 0,33 | 0,17 | 0,98 | 1,71 |
| HDTX | 2010 | 0,3536 | 0,1776 | 0,201 | 0,0014 | 27,72 | 0,00 | 0,00 | 0,76 | 0,44 |
| 2011 | 0,3157 | 0,1700 | 0,201 | 0,0197 | 27,65 | 0,00 | 0,00 | 0,53 | 0,92 |
| 2012 | 0,2493 | 0,1395 | 0,225 | 0,0206 | 27,64 | 0,00 | 0,00 | 2,56 | 0,15 |
| 2013 | 0,5235 | 0,2202 | 0,228 | -0,0025 | 27,94 | 0,33 | 0,00 | 1,42 | -1,09 |
| 2014 | 1,9334 | 0,2909 | 0,471 | -0,0387 | 28,50 | 0,00 | 0,00 | 2,18 | 0,21 |
| 2015 | 12,4281 | 0,7415 | 0,173 | -0,0238 | 29,07 | 0,00 | 0,67 | 2,74 | 0,54 |
| 2016 | 2,5885 | 0,5814 | 0,201 | -0,0682 | 29,22 | 0,00 | 0,00 | 2,30 | 0,71 |
| 2017 | 3,6721 | 0,6516 | 0,174 | -0,0467 | 29,19 | 0,33 | 0,00 | 3,21 | 0,67 |
| 2018 | 14,8069 | 0,7657 | 0,201 | -0,1001 | 29,03 | 0,00 | 0,00 | -6,96 | 0,39 |
| INDR | 2010 | 0,3401 | 0,1593 | 0,529 | 0,0075 | 29,27 | 0,40 | 0,00 | 0,46 | -4,91 |
| 2011 | 0,1624 | 0,0819 | 0,510 | 0,0477 | 29,26 | 0,40 | 0,00 | 0,48 | 0,16 |
| 2012 | 0,3133 | 0,1357 | 0,510 | 0,0105 | 29,44 | 0,40 | 0,00 | 0,33 | 0,21 |
| 2013 | 0,3692 | 0,1564 | 0,510 | 0,0184 | 29,52 | 0,40 | 0,00 | 0,18 | 0,86 |
| 2014 | 0,4302 | 0,1718 | 0,510 | 0,0321 | 29,82 | 0,40 | 0,50 | 0,14 | 0,81 |
| 2015 | 0,5582 | 0,2201 | 0,510 | 0,0307 | 29,90 | 0,40 | 0,50 | 0,13 | 1,06 |
| 2016 | 0,9783 | 0,3553 | 0,250 | 0,0146 | 30,04 | 0,40 | 0,50 | 0,13 | 0,00 |
| 2017 | 1,0976 | 0,3630 | 0,250 | 0,0258 | 30,06 | 0,40 | 0,50 | 0,20 | 0,77 |
| 2018 | 0,9194 | 0,3223 | 0,633 | 0,0514 | 30,02 | 0,40 | 0,50 | 0,74 | 0,84 |
| INRU | 2010 | 0,7454 | 0,3158 | 0,000 | -0,0241 | 28,66 | 0,50 | 0,00 | 0,84 | 0,89 |
| 2011 | 0,7290 | 0,3156 | 0,000 | -0,0022 | 28,60 | 0,50 | 0,00 | 1,62 | 0,87 |
| 2012 | 0,7152 | 0,2814 | 0,000 | -0,0342 | 28,70 | 0,50 | 0,00 | 1,69 | 0,93 |
| 2013 | 0,7194 | 0,2811 | 0,000 | -0,0020 | 28,74 | 0,50 | 0,00 | 0,99 | 0,51 |
| 2014 | 0,5645 | 0,2222 | 0,000 | -0,0196 | 29,00 | 0,50 | 0,00 | 0,99 | 0,30 |
| 2015 | 0,7921 | 0,3075 | 0,000 | 0,0175 | 29,04 | 0,50 | 0,00 | 0,25 | 0,06 |
| 2016 | 0,8115 | 0,3041 | 0,000 | 0,0020 | 29,16 | 0,50 | 0,00 | 0,19 | 0,04 |
| 2017 | 0,5948 | 0,2848 | 0,000 | -0,0211 | 29,15 | 0,50 | 0,00 | 0,18 | 0,04 |
| 2018 | 0,8267 | 0,4018 | 0,000 | 0,0163 | 29,16 | 0,67 | 0,00 | 0,30 | 0,05 |
| KBRI | 2010 | 0,0994 | 0,0474 | 0,000 | -0,0312 | 27,72 | 0,33 | 0,00 | 0,31 | -0,03 |
| 2011 | 0,0332 | 0,0268 | 0,000 | -0,0212 | 27,39 | 0,40 | 0,00 | 0,64 | -0,02 |
| 2012 | 0,0037 | 0,0033 | 0,000 | -0,0397 | 27,34 | 0,33 | 0,00 | 0,60 | -0,02 |
| 2013 | 0,0825 | 0,0792 | 0,000 | -0,0362 | 27,33 | 0,33 | 0,00 | 0,62 | -0,01 |
| 2014 | 0,1002 | 0,0880 | 0,000 | -0,0307 | 27,39 | 0,33 | 0,00 | 0,65 | -0,02 |
| 2015 | 0,8064 | 0,4203 | 0,000 | -0,0080 | 27,89 | 0,50 | 0,50 | 0,88 | 0,02 |
| 2016 | 1,5665 | 0,5609 | 0,000 | -0,0566 | 28,01 | 0,50 | 0,50 | 0,98 | 0,03 |
| 2017 | 1,6874 | 0,5597 | 0,000 | -0,0219 | 27,87 | 0,50 | 0,50 | 1,27 | 0,03 |
| 2018 | 2,3727 | 0,5937 | 0,000 | -0,0453 | 27,79 | 0,50 | 0,50 | 2,57 | 0,03 |
| KDSI | 2010 | 0,5492 | 0,2380 | 0,490 | 0,0592 | 27,03 | 0,00 | 0,00 | 0,39 | 0,36 |
| 2011 | 0,6490 | 0,2974 | 0,491 | 0,0586 | 27,05 | 0,00 | 0,00 | 0,37 | 0,13 |
| 2012 | 0,4348 | 0,2066 | 0,491 | 0,0665 | 27,10 | 0,50 | 0,33 | 0,64 | 0,24 |
| 2013 | 0,2516 | 0,1393 | 0,757 | 0,1009 | 27,07 | 0,50 | 0,00 | 0,40 | 0,23 |
| 2014 | 0,7253 | 0,3003 | 0,757 | 0,0609 | 27,47 | 0,67 | 0,00 | 0,39 | 0,24 |
| 2015 | 0,8391 | 0,3250 | 0,757 | 0,0906 | 27,59 | 0,50 | 0,00 | 0,21 | 0,23 |
| 2016 | 1,1924 | 0,3838 | 0,757 | 0,0429 | 27,79 | 0,50 | 0,00 | 0,35 | 0,23 |
| 2017 | 0,7811 | 0,2871 | 0,757 | 0,0903 | 27,76 | 0,50 | 0,00 | 0,49 | 0,26 |
| 2018 | 1,0367 | 0,3790 | 0,490 | 0,0981 | 27,91 | 0,33 | 0,00 | 0,75 | 0,26 |
| KLBF | 2010 | 0,0790 | 0,0526 | 0,000 | 0,2416 | 29,50 | 0,33 | 0,00 | 6,11 | 0,29 |
| 2011 | 0,0047 | 0,0036 | 0,000 | 0,2547 | 29,58 | 0,33 | 0,00 | 5,51 | 0,24 |
| 2012 | 0,0226 | 0,0170 | 0,000 | -0,5089 | 29,74 | 0,33 | 0,20 | 7,57 | 0,23 |
| 2013 | 0,0290 | 0,0217 | 0,000 | 0,2349 | 29,87 | 0,33 | 0,20 | 7,75 | 0,23 |
| 2014 | 0,0720 | 0,0516 | 0,000 | 0,2262 | 30,06 | 0,33 | 0,20 | 9,75 | 0,23 |
| 2015 | 0,0317 | 0,0238 | 0,000 | 0,2267 | 30,15 | 0,43 | 0,20 | 6,17 | 0,23 |
| 2016 | 0,0381 | 0,0291 | 0,000 | 0,1987 | 30,25 | 0,43 | 0,20 | 6,29 | 0,24 |
| 2017 | 0,0238 | 0,0186 | 0,000 | 0,2057 | 30,35 | 0,43 | 0,17 | 6,25 | 0,24 |
| 2018 | 0,0240 | 0,0192 | 0,000 | 0,1940 | 30,44 | 0,33 | 0,17 | 5,11 | 0,24 |
| LION | 2010 | 0,1700 | 0,1400 | 0,577 | 0,1625 | 26,33 | 0,33 | 0,00 | 0,79 | 0,25 |
| 2011 | 0,2100 | 0,1700 | 0,577 | 0,1547 | 26,44 | 0,33 | 0,00 | 0,94 | 0,23 |
| 2012 | 0,1700 | 0,1400 | 0,577 | 0,1611 | 26,63 | 0,00 | 0,00 | 1,55 | 0,22 |
| 2013 | 0,0941 | 0,0386 | 0,577 | 0,0758 | 27,53 | 0,00 | 0,00 | 1,60 | 0,18 |
| 2014 | 0,0842 | 0,0122 | 0,577 | 0,0206 | 28,68 | 0,33 | 0,00 | 1,14 | 0,24 |
| 2015 | 0,0788 | 0,0108 | 0,577 | 0,0149 | 28,81 | 0,33 | 0,00 | 1,19 | 0,22 |
| 2016 | 0,5183 | 0,0640 | 0,577 | 0,0104 | 28,93 | 0,33 | 0,25 | 1,16 | 0,21 |
| 2017 | 0,9270 | 0,1457 | 0,577 | 0,0162 | 28,73 | 0,33 | 0,25 | 0,87 | 0,23 |
| 2018 | 0,0774 | 0,0513 | 0,577 | 0,0221 | 27,25 | 0,50 | 0,25 | 0,76 | 0,54 |
| LMPI | 2010 | 0,1913 | 0,1412 | 0,178 | 0,0331 | 27,02 | 0,50 | 0,00 | 0,68 | 0,24 |
| 2011 | 0,3238 | 0,2136 | 0,178 | 0,0256 | 27,13 | 0,50 | 0,00 | 0,51 | 0,39 |
| 2012 | 0,4639 | 0,2754 | 0,178 | 0,0341 | 27,25 | 0,50 | 0,00 | 0,64 | 0,30 |
| 2013 | 1,5554 | 0,7813 | 0,178 | 0,0412 | 27,43 | 0,50 | 0,00 | 0,53 | 0,54 |
| 2014 | 0,6943 | 0,3356 | 0,178 | 0,0418 | 27,44 | 0,50 | 0,00 | 0,44 | 0,43 |
| 2015 | 0,6852 | 0,3352 | 0,178 | 0,0454 | 27,42 | 0,50 | 0,00 | 0,28 | 0,43 |
| 2016 | 0,6924 | 0,3503 | 0,178 | 0,0560 | 27,40 | 0,50 | 0,00 | 0,34 | 0,42 |
| 2017 | 0,6578 | 0,3313 | 0,860 | 0,0510 | 27,42 | 0,50 | 0,25 | 0,41 | 0,38 |
| 2018 | 0,8076 | 0,3641 | 0,861 | -0,0060 | 27,45 | 0,50 | 0,25 | 0,42 | 0,41 |
| PRAS | 2010 | 3,2825 | 0,6128 | 0,000 | -0,0146 | 26,77 | 0,33 | 0,00 | 0,73 | 0,91 |
| 2011 | 1,3462 | 0,3942 | 0,000 | 0,0509 | 26,86 | 0,33 | 0,00 | 0,57 | 0,87 |
| 2012 | 0,7203 | 0,2961 | 0,000 | 0,0429 | 27,09 | 0,33 | 0,00 | 0,62 | 0,72 |
| 2013 | 0,5073 | 0,2463 | 0,000 | 0,0388 | 27,08 | 0,33 | 0,00 | 0,39 | -0,56 |
| 2014 | 0,6585 | 0,3364 | 0,000 | 0,0415 | 27,40 | 0,33 | 0,00 | 0,34 | 0,17 |
| 2015 | 0,6849 | 0,3650 | 0,000 | 0,0379 | 27,88 | 0,33 | 0,00 | 0,11 | 0,24 |
| 2016 | 0,8427 | 0,3964 | 0,000 | 0,0351 | 28,06 | 0,33 | 0,00 | 0,22 | 0,24 |
| 2017 | 0,9865 | 0,4453 | 0,000 | 0,0255 | 28,10 | 0,33 | 0,00 | 0,21 | 1,68 |
| 2018 | 1,1072 | 0,4856 | 0,000 | 0,0218 | 28,06 | 0,00 | 0,00 | 0,17 | 1,81 |
| PYFA | 2010 | 0,2146 | 0,1568 | 0,769 | 0,0683 | 25,33 | 0,33 | 0,00 | 0,87 | 0,31 |
| 2011 | 0,1242 | 0,0953 | 0,769 | 0,0562 | 25,33 | 0,33 | 0,00 | 1,14 | 0,26 |
| 2012 | 0,1949 | 0,1361 | 0,769 | 0,0593 | 25,49 | 0,33 | 0,00 | 1,10 | 0,27 |
| 2013 | 0,3401 | 0,2196 | 0,769 | 0,0716 | 25,63 | 0,33 | 0,00 | 0,87 | 0,33 |
| 2014 | 0,5389 | 0,2889 | 0,769 | 0,0695 | 25,89 | 0,33 | 0,00 | 0,77 | 0,27 |
| 2015 | 0,4907 | 0,2761 | 0,769 | 0,0579 | 25,87 | 0,50 | 0,33 | 0,62 | 0,37 |
| 2016 | 0,3308 | 0,2094 | 0,769 | 0,0660 | 25,80 | 0,50 | 0,33 | 1,03 | 0,32 |
| 2017 | 0,2628 | 0,1660 | 0,769 | 0,0588 | 25,84 | 0,50 | 0,50 | 0,90 | 0,27 |
| 2018 | 0,0943 | 0,0643 | 0,769 | 0,0717 | 25,80 | 0,50 | 0,33 | 0,89 | 0,26 |
| SPMA | 2010 | 0,9977 | 0,4797 | 0,446 | 0,0448 | 27,99 | 0,60 | 0,50 | 0,48 | 0,63 |
| 2011 | 0,9904 | 0,4775 | 0,446 | 0,0736 | 28,03 | 0,60 | 0,50 | 0,49 | 0,65 |
| 2012 | 0,9548 | 0,4624 | 0,446 | 0,0609 | 28,07 | 0,60 | 0,50 | 0,57 | 0,26 |
| 2013 | 1,0253 | 0,4802 | 0,446 | 0,0784 | 28,14 | 0,60 | 0,50 | 0,40 | 0,26 |
| 2014 | 1,2192 | 0,5213 | 0,446 | 0,0781 | 28,20 | 0,80 | 0,50 | 0,38 | 0,25 |
| 2015 | 1,4850 | 0,5711 | 0,446 | 0,0681 | 28,37 | 0,80 | 0,50 | 0,21 | 0,26 |
| 2016 | 1,6718 | 0,5758 | 0,315 | 0,0549 | 28,41 | 0,80 | 0,50 | 0,35 | 0,26 |
| 2017 | 0,8455 | 0,4226 | 0,471 | 0,0769 | 28,40 | 0,80 | 0,50 | 0,39 | 0,27 |
| 2018 | 0,7154 | 0,3854 | 0,315 | 0,0845 | 28,41 | 0,80 | 0,50 | 0,44 | 0,24 |
| SRSN | 2010 | 0,7345 | 0,3877 | 0,643 | 0,1048 | 26,75 | 0,33 | 0,00 | 1,62 | 0,30 |
| 2011 | 0,4859 | 0,3047 | 0,643 | 0,0666 | 26,62 | 0,33 | 0,00 | 1,34 | 0,31 |
| 2012 | 0,3119 | 0,2179 | 0,765 | 0,1091 | 26,61 | 0,33 | 0,00 | 1,09 | 0,29 |
| 2013 | 0,3894 | 0,2607 | 0,522 | 0,0739 | 26,72 | 0,38 | 0,00 | 1,07 | 0,34 |
| 2014 | 0,2323 | 0,1735 | 0,544 | 0,0838 | 26,77 | 0,38 | 0,17 | 0,91 | 0,51 |
| 2015 | 0,2940 | 0,2049 | 0,544 | 0,0833 | 26,87 | 0,38 | 0,17 | 0,88 | 0,51 |
| 2016 | 0,5198 | 0,3079 | 0,546 | 0,0613 | 27,08 | 0,38 | 0,17 | 0,85 | 0,25 |
| 2017 | 0,6516 | 0,3653 | 0,830 | 0,0278 | 27,30 | 0,38 | 0,17 | 0,73 | -5,55 |
| 2018 | 0,4425 | 0,2817 | 0,810 | 0,0634 | 27,20 | 0,38 | 0,17 | 0,85 | 0,07 |
| SSTM | 2010 | 1,2017 | 0,4291 | 0,473 | 0,0078 | 27,50 | 0,00 | 0,00 | 0,81 | 0,27 |
| 2011 | 1,1122 | 0,4120 | 0,473 | -0,0081 | 27,49 | 0,00 | 0,00 | 0,64 | 0,30 |
| 2012 | 1,1144 | 0,3952 | 0,479 | -0,0349 | 27,46 | 0,00 | 0,00 | 0,52 | 0,31 |
| 2013 | 1,1395 | 0,4007 | 0,492 | -0,0319 | 27,42 | 0,33 | 0,00 | 0,32 | 0,28 |
| 2014 | 1,1764 | 0,3986 | 0,492 | -0,0043 | 27,41 | 0,33 | 0,00 | 0,45 | 0,28 |
| 2015 | 1,1681 | 0,3908 | 0,492 | -0,0293 | 27,37 | 0,40 | 0,00 | 0,27 | 0,24 |
| 2016 | 1,1857 | 0,4009 | 0,776 | -0,0310 | 27,31 | 0,40 | 0,00 | 1,75 | 0,25 |
| 2017 | 1,0592 | 0,3880 | 0,776 | -0,0329 | 27,20 | 0,40 | 0,00 | 1,70 | 0,27 |
| 2018 | 1,0635 | 0,3731 | 0,770 | -0,0356 | 27,13 | 0,40 | 0,00 | 2,33 | 0,28 |
| TFCO | 2010 | 0,6029 | 0,8881 | 0,498 | -0,0622 | 28,19 | 0,00 | 0,00 | 3,21 | 0,30 |
| 2011 | 0,6029 | 0,2852 | 0,498 | 0,0457 | 28,21 | 0,00 | 0,00 | 2,16 | 0,01 |
| 2012 | 0,1610 | 0,1221 | 0,498 | 0,0555 | 28,89 | 0,00 | 0,00 | 1,03 | 0,11 |
| 2013 | 0,1101 | 0,0866 | 0,000 | 0,0223 | 28,94 | 0,00 | 0,00 | 0,67 | -0,07 |
| 2014 | 0,1200 | 0,0970 | 0,673 | -0,0201 | 29,11 | 0,33 | 0,17 | 1,20 | 0,02 |
| 2015 | 0,0898 | 0,0760 | 0,673 | -0,0113 | 29,07 | 0,00 | 0,17 | 1,11 | 0,09 |
| 2016 | 0,0224 | 0,0203 | 0,673 | 0,0007 | 29,10 | 0,00 | 0,17 | 1,27 | 0,01 |
| 2017 | 0,0232 | 0,0210 | 0,789 | 0,0145 | 29,10 | 0,00 | 0,17 | 0,94 | -0,33 |
| 2018 | 0,0255 | 0,0227 | 0,498 | 0,0181 | 29,13 | 0,50 | 0,00 | 0,75 | 0,47 |
| TIRT | 2010 | 2,4296 | 0,5544 | 0,338 | 0,0016 | 27,17 | 0,50 | 0,00 | 0,64 | 0,21 |
| 2011 | 2,5608 | 0,5917 | 0,338 | 0,0005 | 27,08 | 0,50 | 0,25 | 0,49 | 0,05 |
| 2012 | 2,8638 | 0,5699 | 0,338 | 0,0288 | 27,26 | 0,50 | 0,25 | 0,59 | -0,68 |
| 2013 | 2,4797 | 0,3842 | 0,339 | -0,0325 | 27,24 | 0,33 | 0,00 | 12,48 | 0,03 |
| 2014 | 5,5767 | 0,4551 | 0,341 | -0,1494 | 27,31 | 0,33 | 0,33 | 0,83 | 0,07 |
| 2015 | 4,2970 | 0,4427 | 0,341 | 0,0904 | 27,30 | 0,50 | 0,33 | 1,24 | 0,16 |
| 2016 | 3,8588 | 0,4609 | 0,496 | 0,0781 | 27,36 | 0,50 | 0,33 | 0,72 | 2,04 |
| 2017 | 2,9673 | 0,4611 | 0,778 | 0,0617 | 27,43 | 0,50 | 0,33 | 0,68 | 0,22 |
| 2018 | 3,1358 | 0,4519 | 0,778 | -0,0014 | 27,48 | 0,50 | 0,33 | 0,92 | 0,57 |
| UNIT | 2010 | 0,3815 | 0,1574 | 0,000 | 0,0141 | 26,46 | 0,50 | 0,00 | 0,08 | 0,12 |
| 2011 | 0,5078 | 0,2120 | 0,000 | 0,0067 | 26,46 | 0,50 | 0,00 | 0,17 | 0,32 |
| 2012 | 0,4576 | 0,1960 | 0,000 | 0,0349 | 26,44 | 0,50 | 0,50 | 0,20 | 0,27 |
| 2013 | 1,0159 | 0,3496 | 0,000 | 0,0384 | 26,66 | 0,50 | 0,50 | 0,14 | 0,86 |
| 2014 | 1,6001 | 0,4572 | 0,000 | 0,0577 | 26,85 | 0,50 | 0,50 | 0,18 | 0,81 |
| 2015 | 1,5171 | 0,4299 | 0,000 | 0,0703 | 26,81 | 0,50 | 0,50 | 0,16 | 0,93 |
| 2016 | 1,6104 | 0,4615 | 0,000 | 0,0681 | 26,86 | 0,50 | 0,50 | 0,21 | 0,77 |
| 2017 | 1,3776 | 0,4232 | 0,000 | 0,0605 | 26,79 | 0,50 | 0,50 | 0,13 | 0,55 |
| 2018 | 1,3351 | 0,4185 | 0,000 | 0,0631 | 26,78 | 0,50 | 0,50 | 0,15 | 0,31 |
| YPAS | 2010 | 0,3579 | 0,2316 | 0,898 | 0,1671 | 25,98 | 0,33 | 0,33 | 3,60 | 0,29 |
| 2011 | 0,3764 | 0,2464 | 0,898 | 0,1735 | 26,03 | 0,33 | 0,33 | 3,14 | 0,26 |
| 2012 | 0,3496 | 0,2317 | 0,898 | 0,1281 | 26,13 | 0,33 | 0,33 | 2,78 | 0,27 |
| 2013 | 0,9058 | 0,4266 | 0,895 | 0,0867 | 26,58 | 0,33 | 0,33 | 2,55 | 0,27 |
| 2014 | 1,0775 | 0,2998 | 0,895 | 0,0442 | 27,14 | 0,33 | 0,33 | 2,06 | 0,26 |
| 2015 | 1,1452 | 0,5736 | 0,895 | 0,0128 | 26,49 | 0,33 | 0,50 | 3,47 | 0,27 |
| 2016 | 0,6773 | 0,3649 | 0,892 | 0,0020 | 26,36 | 0,33 | 0,50 | 3,90 | 0,27 |
| 2017 | 0,8106 | 0,4107 | 0,892 | -0,0015 | 26,36 | 0,33 | 0,50 | 5,17 | 0,27 |
| 2018 | 1,1553 | 0,4837 | 0,898 | -0,0090 | 26,44 | 0,33 | 0,50 | 4,27 | 0,26 |

**Lampiran 3 – Hasil Uji Normalitas**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **Skewness** | **Kurtosis** |
| DER  DAR | 6.35  50.18 | 0.53  0.08 |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, SPSS, 2019

**Lampiran 4 – Korelasi Pearson Variabel DER**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **DER** | **FAMOWN** | **PROF** | **SIZE** | **GROWTH** | **TAXR** |
| **DER** | 1 |  |  |  |  |  |
| **FAMOWN** | -0.197\*  (0.067) | 1 |  |  |  |  |
| **PROF** | -0.209\*\*\*  (0.002) | 0.032  (0.328) | 1 |  |  |  |
| **SIZE** | 0.038  (0.298) | -0.292\*\*\*  (0.000) | -0.127\*\*  (0.037) | 1 |  |  |
| **GROWTH** | -0.163\*\*  (0.011) | -0.122\*\*  (0.043) | 0.189\*\*\*  (0.004) | 0.056  (0.219) | 1 |  |
| **TAXR** | 0.075  (0.148) | -0.091  (0.101) | 0.005  (0.475) | 0.005  (0.473) | -0.056  (0.217) | 1 |
| *\*\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 1%*  *\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 5%*  *\* signifikan pada tingkat keyakinan 10%* | | | | | | |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

**Lampiran 5 – Korelasi Pearson Variabel DAR**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **DAR** | **FAMOWN** | **PROF** | **SIZE** | **GROWTH** | **TAXR** |
| **DAR** | 1 |  |  |  |  |  |
| **FAMOWN** | -0.115\*  (0.053) | 1 |  |  |  |  |
| **PROF** | -0.162\*\*  (0.011) | 0.032  (0.328) | 1 |  |  |  |
| **SIZE** | -0.169\*\*\*  (0.009) | -0.292\*\*\*  (0.000) | -0.127\*\*  (0.037) | 1 |  |  |
| **GROWTH** | -0.104\*  (0.072) | -0.122\*\*  (0.043) | 0.189\*\*\*  (0.004) | 0.056  (0.219) | 1 |  |
| **TAXR** | 0.083  (0.122) | -0.091  (0.101) | 0.005  (0.475) | 0.005  (0.473) | -0.056  (0.217) | 1 |
| *\*\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 1%*  *\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 5%*  *\* signifikan pada tingkat keyakinan 10%* | | | | | | |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

**Lampiran 6 – Korelasi Spearman Variabel DER**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **DER** | **FAMOWN** | **PROF** | **SIZE** | **GROWTH** | **TAXR** |
| **DER** | 1 |  |  |  |  |  |
| **FAMOWN** | -0.119\*\*  (0.047) | 1 |  |  |  |  |
| **PROF** | -0.170\*\*\*  (0.008) | 0.050  (0.242) | 1 |  |  |  |
| **SIZE** | -0.116\*  (0.051) | -0.274\*\*  (0.000) | -0.275\*\*\*  (0.000) | 1 |  |  |
| **GROWTH** | -0.150\*\*  (0.017) | 0.115\*  (0.053) | 0.134\*\*  (0.030) | -0.100\*  (0.080) | 1 |  |
| **TAXR** | 0.162\*\*  (0.011) | 0.038  (0.299) | 0.005  (0.470) | -0.034  (0.317) | -0.234\*\*\*  (0.000) | 1 |
| *\*\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 1%*  *\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 5%*  *\* signifikan pada tingkat keyakinan 10%* | | | | | | |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

**Lampiran 7 – Korelasi Spearman Variabel DAR**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **DAR** | **FAMOWN** | **PROF** | **SIZE** | **GROWTH** | **TAXR** |
| **DAR** | 1 |  |  |  |  |  |
| **FAMOWN** | -0.112\*  (0.058) | 1 |  |  |  |  |
| **PROF** | -0.105\*  (0.071) | 0.050  (0.242) | 1 |  |  |  |
| **SIZE** | -0.173\*\*\*  (0.007) | -0.274\*\*  (0.000) | -0.275\*\*\*  (0.000) | 1 |  |  |
| **GROWTH** | -0.116\*  (0.051) | 0.115\*  (0.053) | 0.134\*\*  (0.030) | -0.100\*  (0.080) | 1 |  |
| **TAXR** | 0.180\*\*\*  (0.006) | 0.038  (0.299) | 0.005  (0.470) | -0.034  (0.317) | -0.234\*\*\*  (0.000) | 1 |
| *\*\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 1%*  *\*\* signifikan pada tingkat keyakinan 5%*  *\* signifikan pada tingkat keyakinan 10%* | | | | | | |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

**Lampiran 8 – Hasil Uji Autokolinearitas**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Model**  **Penelitian** | **α = 5%** | | |
| **Probabilitas (F-stat)** | **Keputusan** | **Hasil Uji** |
| **Model 1** | 0.083 | Terima H0 | Bebas Autokolinearitas |
| **Model 2** | 0.063 | Terima H0 | Bebas Autokolinearitas |
| **Model 3** | 0.009 | Tolak H0 | Autokolinearitas |
| **Model 4** | 0.007 | Tolak H0 | Autokolinearitas |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

**Lampiran 9 – Hasil Uji Heteroskedastisitas**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Model**  **Penelitian** | **α = 5%** | | |
| **Probabilitas (F-stat)** | **Keputusan** | **Hasil Uji** |
| **Model 1** | 0.000 | Tolak H0 | Heteroskedastisitas |
| **Model 2** | 0.000 | Tolak H0 | Heteroskedastisitas |
| **Model 3** | 0.000 | Tolak H0 | Heteroskedastisitas |
| **Model 4** | 0.000 | Tolak H0 | Heteroskedastisitas |

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, Stata 14, 2019

**Lampiran 10 – PLS Model 1**

****

**Lampiran 11 – FEM Model 1**

****

**Lampiran 12 – REM Model 1**

****

**Lampiran 13 – GLS Model 1**

****

**Lampiran 14 – PLS Model 2**

****

**Lampiran 15 – FEM Model 2**

****

**Lampiran 16 – REM Model 2**

****

**Lampiran 17 – GLS Model 2**



**Lampiran 18 – PLS Model 3**

****

**Lampiran 19 – FEM Model 3**

****

**Lampiran 20 – REM Model 3**

****

****

**Lampiran 21 – PLS Model 4**

****

**Lampiran 22 – FEM Model 4**

****

**Lampiran 23 – REM Model 4**

****

****