**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH TIDAK LANGSUNG *BUSY DIRECTORS* TERHADAP HUBUNGAN STRUKTUR KEPEMILIKAN KELUARGA DAN *CASH FLOW SENSITIVITY OF CASH***

# (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017)

**TESIS**

# WAHYU PURBO SANTOSO 1706132000

**UNIVERSITAS INDONESIA**

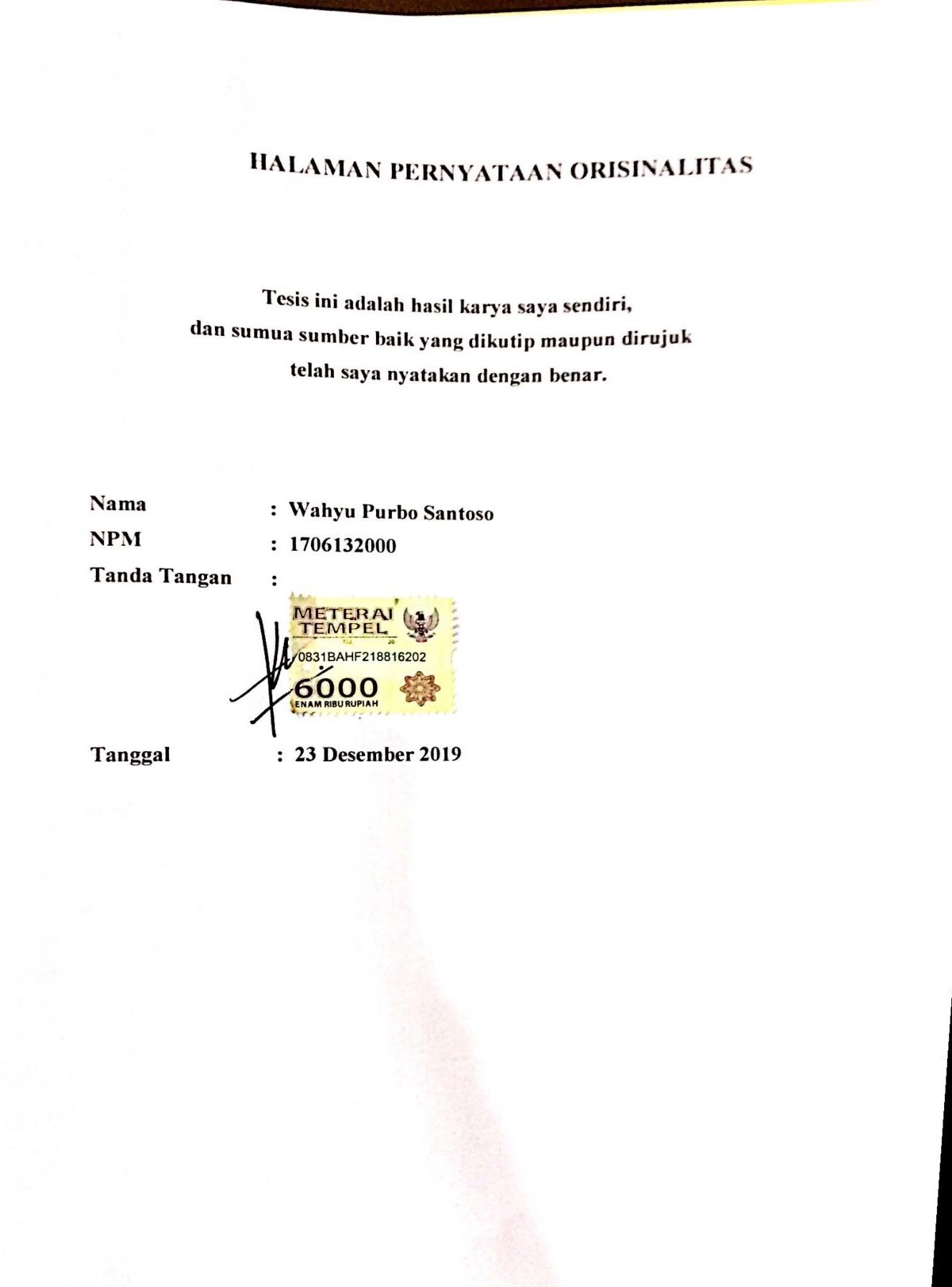
**PENGARUH TIDAK LANGSUNG *BUSY DIRECTORS* TERHADAP HUBUNGAN STRUKTUR KEPEMILIKAN KELUARGA DAN *CASH FLOW SENSITIVITY OF CASH***

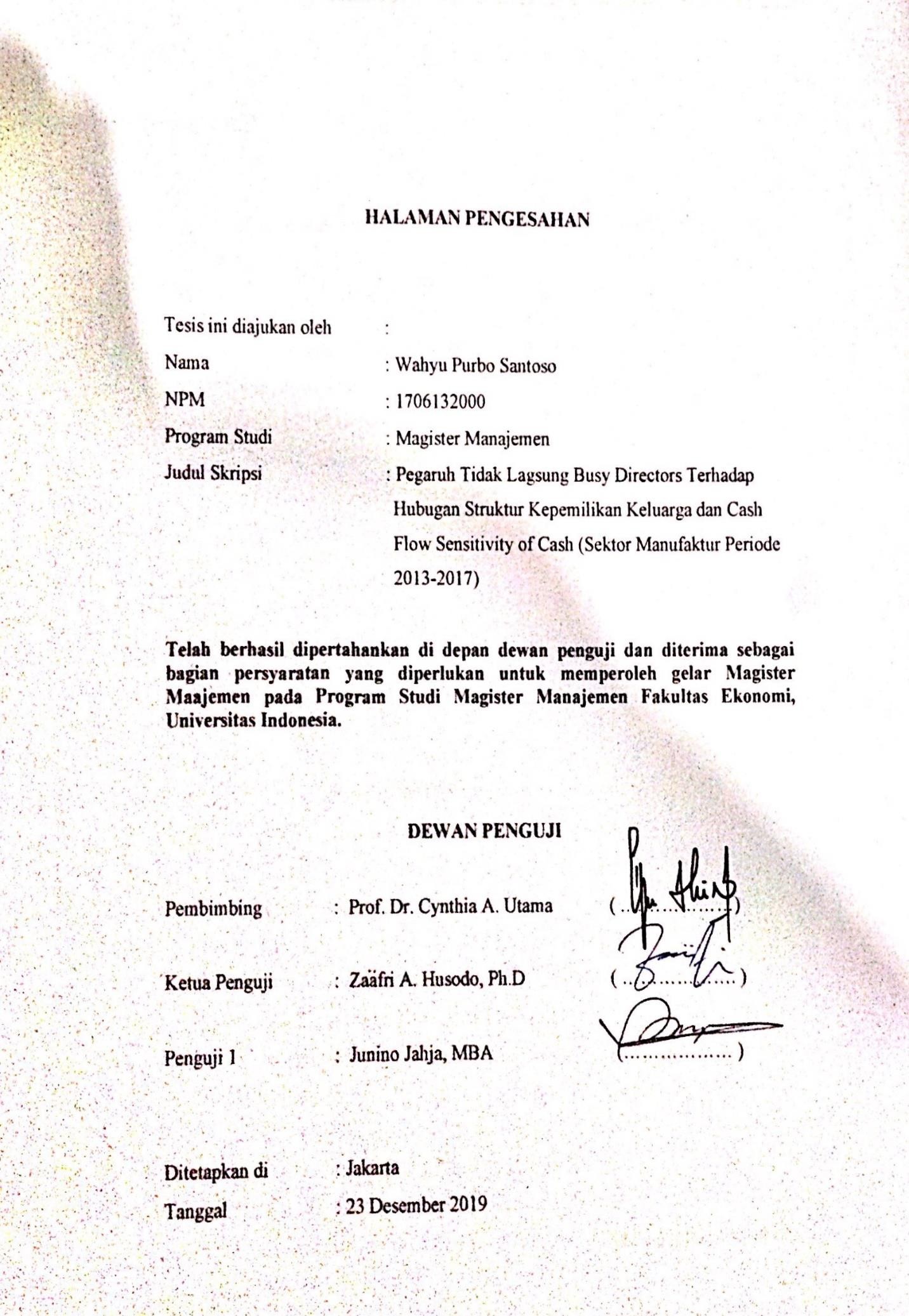
# (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017)

**TESIS**

# Diajukan sebagai Salah Satu Syarat untuk Memperoleh Gelar Magister Manajemen

**WAHYU PURBO SANTOSO 1706132000**





# KATA PENGANTAR

Puji dan syukur saya panjatkan dan haturkan kepada kehadirat Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah Nya sehingga penulis mampu menyelesaikan tesis yang berjudul “Pengaruh Tidak Langsung *Busy Directors* Terhadap Hubungan Struktur Kepemilikan Keluarga dan *Cash Flow Sensitivity of Cash*”, yang merupakan salah satu syarat untuk untuk mencapai gelar Magister Manajemen Jurusan Keuangan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

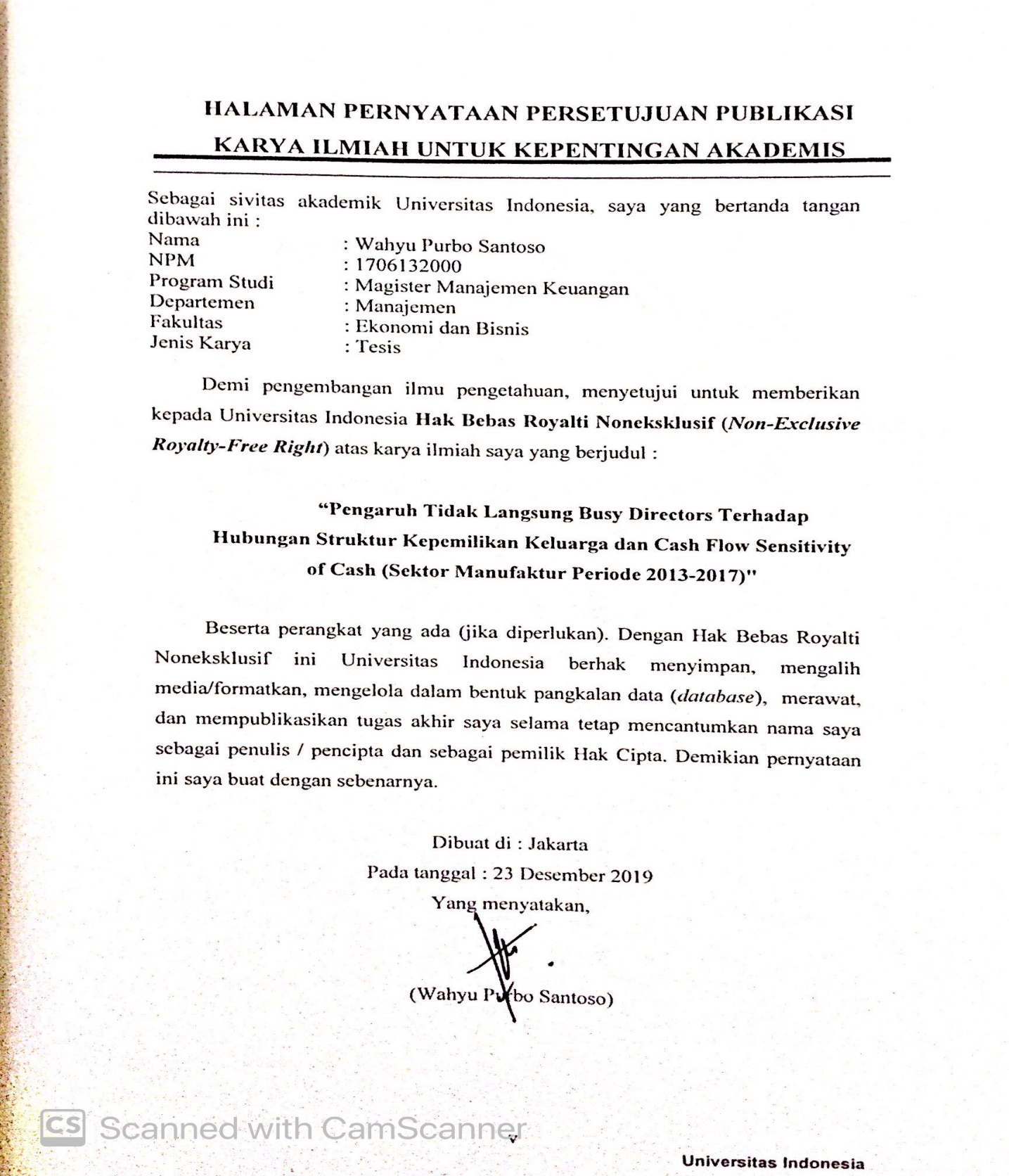
Dalam penyusunan tesis ini, penulis memilki kesulitan dan hambatan, namun berkat bantuan doa dan motivasi dari berbagai pihak baik secara langsung maupun tidak langsung sehingga tesis ini dapat terselesaikan dengan baik. Untuk itu, pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang tak terhingga kepada :

1. Prof. Dr. Cynthia A. Utama selaku dosen pembimbing yang telah sabar membimbing penulis dan telah meluangkan waktu untuk memberi pengarahan dan masukan serta saran kepada penulis selama menyusun tesis ini.
2. Kedua orang tua (Bapak Suratno dan Ibu Winarsih) yang tiada henti mendoakan dan memberi dukungan baik moril dan materil. Terima kasih untuk semuanya dan doa yang tiada henti bagi penulis.
3. Ragita Pundi Winingtyas adik saya yang telah memberikan bantun penulis selama mengerjakan karya tesis ini.
4. Semua rekan seperjuangan KP 172 MM UI.
5. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Terimakasih banyak atas doa dan bantuannya.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan tesis ini masih terdapat beberapa kekurangan. Oleh karena itu, penulis meminta maaf sebesar-sebesarnya kepada semua pihak apabila masih terdapat kesalahan informasi dan penulis berharap tesis ini dapat bermanfaat.

Jakarta, 23 Desember 2019

Penulis Wahyu Purbo Santoso



# ABSTRAK

Nama : Wahyu Purbo Santoso

Jurusan : Magister Manajemen

Judul : Pengaruh Tidak Langsung Busy Directors Terhadap Hubungan Struktur Kepemilikan Keluarga dan Cash Flow Sensitivity of Cash

Pembimbing : Prof. Dr. Cynthia A. Utama

Di Indonesia, masalah keagenan dalam struktur keluarga telah berkembang lebih jauh disebabkan pada pola penerapan kepemilikan terkonsentrasi pada perusahaan publik. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur keluarga terhadap sensitivitas arus kas tunai (CFSC) di sektor manufaktur. Kajian ini juga menyelidiki pengaruh tidak langsung dari rangkap jabatan komisaris sebagai efek moderasi pada hubungan ini. Hasil riset ini menemukan bahwa keluarga bertendensi untuk memegang sejumlah cadangan dana tunai dari arus kas mereka untuk tujuan ekspropriasi. Penelitian ini menggunakan data sekunder pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada 2013-2017. Struktur keluarga diukur oleh persentase kepemilikan keluarga dan anggota keluarga yang menjadi CEO perusahaan, sensitivitas arus kas tunai ditentukan oleh perubahan dalam kas dan setara kas dari total aset, sementara rangkap jabatan/*busy directors* sebagai atribut dewan diukur dengan *dummy* dari dewan komisaris. Dalam penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol dari ukuran perusahaan, rasio pasar terhadap buku, belanja modal, dan perubahan modal kerja bersih. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur keluarga memiliki pengaruh positif pada sensitivitas arus kas tunai dan signifikan secara statistik. Sementara itu, pengaruh tidak langsung pada rangkap jabatan komisaris ditemukan memperlemah hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan sensitivitas arus kas tunai, mengindikasikan kualitas dari *busy directors* sebagai perangkat tata kelola yang efisien mampu mengawasi setiap keputusan keluarga dalam perusahaan.

**Keywords** : Struktur kepemilikan keluarga, *cash flow sensitivity of cash*, *busy directors*, *corporate finance*, teori *free cash flow agency.*

## ABSTRACT

Nama : Wahyu Purbo Santoso

Jurusan : Magister Manajemen

Judul : *The Indirect Impact of Busy Directors on the Relationship of Family Structure and Cash Flow Sensitivity of Cash*

Pembimbing : Prof. Dr. Cynthia A. Utama

*In Indonesia, agency problems in the family structure has developed even further due to concentrated ownership adoption on publicly traded firms. This study aimed to determine the effect of family structure on the cash flow sensitivity of cash (CFSC) in manufacture sector. It also investigates the indirect impact of busy directors as a moderating effect on this relation. These finding suggests that families are likely to hold more cash out of their cash flows for expropriation purposes. This study uses secondary data from all manufacturing firms that are listed on Indonesia Stock Exchange in 2013-2017. Family structure is measured by family ownership and a CEO family member, cash flow sensitivity of cash is determined by the change in cash and cash equivalent of total assets, meanwhile busy directors as a attribute of board is measured by dummy of board of commissionaires. In this study also measured the control effect of firm’s size, the market to book ratio, capital expenditure, and the change in net working capital. The results shows that family structure has positive impact on cash flow sensitivity of cash and statistically significant. Meanwhile, the indirect impact of busy directors found to have a negative effect and weakend on the relationship of family structure and cash flow sensitivity of cash, suggesting that the quality of busy directors is an efficient corporate governance tools that is likely to monitor family corporate decisios.*

***Keywords*** *: family structure, cash flow sensitivity of cash, busy directors,corporate finance, free cash flow agency theory.*

# DAFTAR ISI

**Halaman HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS ...**Error! Bookmark not defined.

**HALAMAN PENGESAHAN** Error! Bookmark not defined.

[KATA PENGANTAR iv](#_bookmark0)

[HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI](#_bookmark1)

[KARYA ILMIAH UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS v](#_bookmark1)

[ABSTRAK vi](#_bookmark2)

[ABSTRACT vii](#_bookmark3)

[DAFTAR ISI viii](#_bookmark4)

[DAFTAR TABEL xi](#_bookmark5)

[DAFTAR GAMBAR xii](#_bookmark6)

[DAFTAR LAMPIRAN xiii](#_bookmark7)

[BAB 1](#_bookmark8) [PENDAHULUAN 1](#_bookmark9)

* 1. [Latar Belakang 1](#_bookmark10)
     1. [Infografis *Trend* Pertumbuhan *Corporate Cash* 3](#_bookmark11)
     2. [Fenomena dan Perkembangan Konsetrasi Kepemilikan](#_bookmark12)

[Keluarga Berbagai Sektor di Indonesia 7](#_bookmark12)

* 1. [Rumusan Masalah 10](#_bookmark13)
  2. [Tujuan Penelitian 10](#_bookmark14)
  3. [Kontribusi Penelitian 10](#_bookmark15)
  4. [Batasan Penelitian 11](#_bookmark16)
  5. [Metode Penelitian 12](#_bookmark17)
  6. [Sistematika Penulisan 12](#_bookmark18)

[BAB 2](#_bookmark19) [TINJAUAN PUSTAKA 14](#_bookmark20)

* 1. [Teori Free Cash Flow Agency 14](#_bookmark21)
  2. [Teori Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC) 15](#_bookmark22)
     1. [Motif Dalam Memegang Kas 16](#_bookmark23)
     2. [Faktor Penentu Dalam *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC) 17](#_bookmark24)
  3. [Pentingnya Peran Busy Directors Pada Hubungan Struktur Kepemilikan](#_bookmark25)

[dan Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC) 19](#_bookmark25)

* 1. [Penelitian Sebelumnya 21](#_bookmark26)

[Hasil riset-riset sebelumnya dalam bentuk pengaruh +/- variabel](#_bookmark27)

[penelitian disajikan dalam tabel berikut 21](#_bookmark27)

[BAB 3](#_bookmark28) [METODOLOGI PENELITIAN 23](#_bookmark29)

* 1. [Rerangka Konseptual 23](#_bookmark30)
  2. [Kerangka Pemikiran 26](#_bookmark31)
  3. [Pengembangan Hipotesis 27](#_bookmark32)
     1. [Family Control dan Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC) 27](#_bookmark33)
     2. [Efek Moderasi dari *busy directors* 30](#_bookmark34)
     3. [Analisis Statistik Deskriptif 42](#_bookmark35)
     4. [Model *GLS* 42](#_bookmark36)
     5. [Model *Pooled Ordinary Least Square* (PLS) 43](#_bookmark37)
     6. [Model *Fixed Effect* (FEM) 43](#_bookmark38)
     7. [Model *Random Effect Model* (REM) 44](#_bookmark39)
     8. [Pemilihan Model/Metode Estimasi 44](#_bookmark40)
     9. [Pengujian Asumsi 46](#_bookmark41)
     10. [Uji Hipotesis 48](#_bookmark42)

[BAB 4](#_bookmark43) [ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN 50](#_bookmark44)

* 1. [Statistik Deskriptif Penelitian 51](#_bookmark45)
  2. [Uji Normalitas (Kolomogorov-Smirnov Test) 53](#_bookmark46)
     1. [*Box Plot* (Normalitas) Variabel Dependen *Cash Flow Sensitivity*](#_bookmark47)

[*of Cash* 55](#_bookmark47)

* 1. [Uji Pearson Correlation Matrix 55](#_bookmark48)
  2. [Analisis Regresi Penelitian 58](#_bookmark49)
     1. [Pemilihan Model Estimasi Penelitian 58](#_bookmark50)
     2. [Pengujian Pada Asumsi Klasik 60](#_bookmark51)
  3. [Uji Hipotesis 63](#_bookmark52)
     1. [Uji Koefisien Determinasi *R-Square* 63](#_bookmark53)
     2. [Uji F Statistik 64](#_bookmark54)
     3. [Uji T Statistik 65](#_bookmark55)
  4. [Analisis Pembahasan 69](#_bookmark56)
     1. [Variabel *Family Ownership* Pada *Cash Flow Sensitivity of*](#_bookmark57)

[*Cash* (CFSC) sektor manufaktur di Indonesia 69](#_bookmark57)

* + 1. [Variabel CEO *Family Member* pada *Cash Flow Sensitivity of*](#_bookmark58)

[*Cash* (CFSC) sektor manufaktur di Indonesia 70](#_bookmark58)

* + 1. [Variabel *Busy Directors* pada hubungan *Family Structure* dan](#_bookmark59)

[*Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC) sektor manufaktur](#_bookmark59)

[di Indonesia 71](#_bookmark59)

* + 1. [Variabel Kontrol 73](#_bookmark60)
       1. [*Firms Size* 73](#_bookmark61)
       2. [*Market to Book Ratio (MTB)* 74](#_bookmark62)
       3. [*Capital Expenditure (Capex)* 74](#_bookmark63)
       4. [*Changes In Net Working Capital (Delta NWC)* 74](#_bookmark64)
  1. [Robustness Check Variabel Independen Family Structure (CEO](#_bookmark65)

[Family Member) 75](#_bookmark65)

* 1. [Implikasi Manajerial 77](#_bookmark66)

[BAB 5](#_bookmark67) [KESIMPULAN DAN SARAN 79](#_bookmark68)

* 1. [Kesimpulan 79](#_bookmark69)
  2. [Keterbatasan Penelitian 80](#_bookmark70)
  3. [Saran 80](#_bookmark71)

[DAFTAR PUSTAKA 82](#_bookmark72)

[LAMPIRAN 1 84](#_bookmark73)

[LAMPIRAN 2 85](#_bookmark74)

[LAMPIRAN 3 89](#_bookmark75)

[LAMPIRAN 4 102](#_bookmark76)

[LAMPIRAN 5 103](#_bookmark77)

[LAMPIRAN 6 104](#_bookmark78)

[LAMPIRAN 7 105](#_bookmark79)

[LAMPIRAN 8 106](#_bookmark80)

[LAMPIRAN 9 107](#_bookmark81)

[LAMPIRAN 10 108](#_bookmark82)

[LAMPIRAN 11 109](#_bookmark83)

[LAMPIRAN 12 110](#_bookmark84)

#### Halaman

Tabel 1.1 Tabel PWC Survei Bisnis Kelurga 2016 8

Tabel 2.2 Tabel Penelitian Terdahulu 22

Tabel 3.1 Tabel Ringkasan Variabel-Variabel 39

Tabel 3.2 Tabel Pengujian Asumsi 46

Tabel 4.1 Tabel Hasil Seleksi Sampel 51

Tabel 4.2 Tabel Analisis Deskriptif Variabel Utama 52

Tabel 4.3 Tabel *Pearson Correlation Matrix* 57

Tabel 4.4 Tabel *Output Chow Test* 59

Tabel 4.5 Tabel *Output Hausman Test* 60

Tabel 4.6 Tabel Hasil *Durbin Watson* 62

Tabel 4.7 Tabel Uji R-Square 64

Tabel 4.8 Tabel Hasil Uji F Statistik 64

Tabel 4.9 Tabel Uji T Statistik Model Persamaan 1 66

Tabel 4.10 Tabel Uji T Statistik Model Persamaan 2 68

Tabel 4.11 Tabel Ringkasan Hasil Robustness Check CEO Family

Member 75

Tabel 4.12 Tabel Ringkasan Hasil Penelitian 76

#### Halaman

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Gambar | 1 | Siklus Excess Cash 2 |
| Gambar | 2 | Infografis Trend Pertumbuhan Corporate Cash 3 |
| Gambar | 3 | Kerangka Pemikiran Konseptual 27 |
| Gambar | 4 | Tahapan Penelitian 55 |

**Halaman**

Lampiran 1 Daftar Contoh Sampel Grup Kepemilikan Keluarga 84

Lampiran 2 Daftar Jumlah dan Nama *Busy Directors* 85

Lampiran 3 Hasil Perhitungan Variabel Model Persamaan 89

Lampiran 4 Hasil Uji Normalitas (Kolmogorov-Smirnov) 1 103

Lampiran 5 Data Ekstrem *Value Cross Sections* (*Outliers*) 1 104

Lampiran 6 Data Ekstrem *Values (Outliers)* 105

Lampiran 7 Hasil *Fixed Effect Methode* (FEM) Model 1 106

Lampiran 8 Hasil *Random Effect Methode* (REM) Model 2 107

Lampiran 9 Hasil Uji *Gletjser Heteroskedasticity* Model 1 108

Lampiran 10 Hasil Uji *Gletjser Heteroskedasticity* Model 2 109

Lampiran 11 Hasil Uji Multikolinieritas Model 1 110

Lampiran 12 Hasil Uji Multikolinieritas Model 2 111

**PENDAHULUAN**

#### Latar Belakang

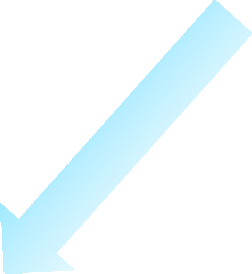
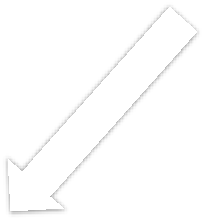
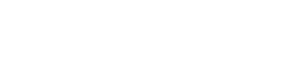
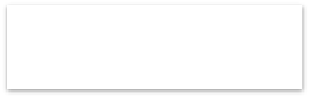
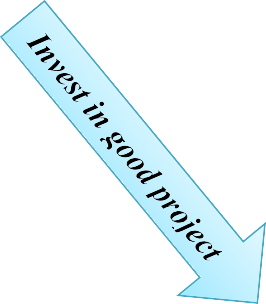
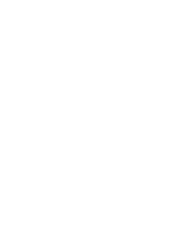
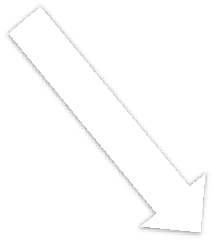
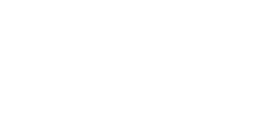
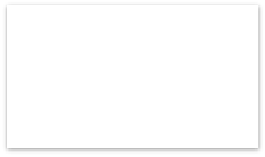
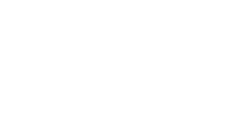
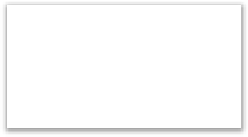
Berbagai studi dan literatur menunjukkan bahwa telah terjadi peningkatan yang signifikan pada *cash flow sensitivity of cash (CFSC)* atau *corporate cash holdings* perusahaan di beberapa tahun belakangan ini. Sebagai contoh, banyak perusahaan publik dan non publik pada berbagai sektor di Amerika Serikat yang telah meningkatkan rasio liquiditasnya pada periode 1980 hingga 2006 (*Bates et al*., 2009). Fenomena sejumlah perusahaan tersebut dalam memegang sejumlah dana tunai tidak terbatas di negara Amerika saja, namun fenomena tersebut telah berkembang juga pada banyak industri negara-negara lain dan khususnya pada negara-negara berkembang. *Boubaker et al*. (2013) menunjukkan fakta bahwa terjadi peningkatan yang tinggi pada rasio arus kas pada perusahaan-perusahaan di Eropa selama satu dekade terakhir. Namun demikian, peningkatan dari rasio arus kas tersebut tidak diikuti dengan aktivitas investasi yang dilakukan. Hal tersebut disebabkan perusahaan-perusahaan di negara-negara tersebut telah mengadopsi sistem dan kebijakan *corporate cash holdings*.

Dalam konteks ini, *cash flow sensitivity of cash* menjadi indikator utama dari kinerja jangka pendek operasi perusahaan yang berbentuk cadangan dana tunai. Kas adalah sejumlah dana tunai perusahaan yang merupakan bentuk aktiva paling liquid serta dapat digunakan dalam memenuhi berbagai kebutuhan operasional harian perusahaan. Oleh karenanya, kas atau sejumlah dana tunai tersebut menjadi pertimbangan yang krusial bagi perusahaan. Apabila perusahaan memiliki *excess cash* maka kebijakan perusahaan yang dapat dilakukan adalah pertama membayar kewajiban deviden kepada para pemegang saham, kedua berinvestasi pada proyek- proyek yang menguntungkan, dan terakhir membayar bunga utang dan prinsipal utang akhir periode pada pihak ketiga.

2

Berikut merupakan siklus *excess cash* menurut *Ross* dalam bukunya :

Perusahaan memiliki kelebihan dana tunai (*excess cash)*



Para pemegang saham berinvestasi pada aset- aset keuangan

**Membayar *cash divided***

##### Stockholder’s Terminal Value

Gambar 1.1 Sumber : *Fundamentals of Corporate Finance, Ross Westerfield*

*Jordan*

Selanjutnya, apabila perusahaan mempunyai cadangan dana tunai terlalu sedikit maka perusahaan tersebut cenderung akan menghadapi kesulitan keuangan (*financial distress*) untuk memenuhi kebutuhan jangka pendeknya sehingga akan menimbulkan keraguan dari berbagai pihak terkait (*stakeholder*). Namun menyimpan cadangan kas atau dana tunai dalam jumlah yang terlalu besar juga mampu menciptakan peluang kerugian bagi perusahaan disebabkan perusahaan tidak dapat mencapai titik profitabilitas yang maksimal, yakni profit yang seharusnya dapat dicapai oleh perusahaan melalui pemanfaatan cadangan dana tunai untuk aktivitas-aktivitas investasi pada proyek dengan nilai NPV positif.

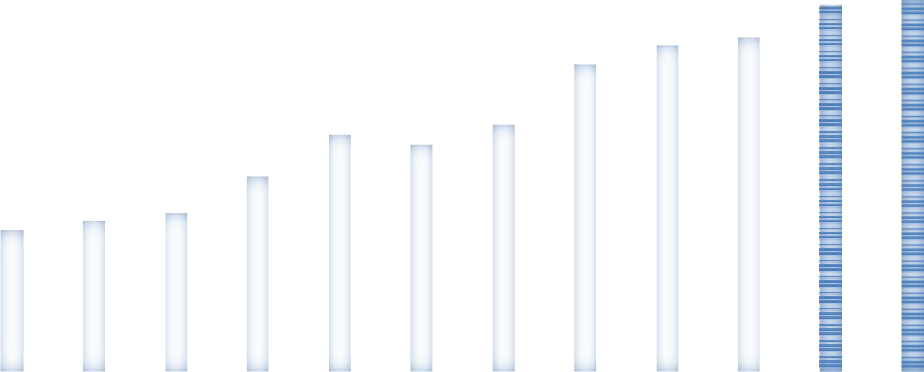
Terdapat dua perspektif yang menganggap bahwa perilaku dalam memegang sejumlah dana tunai itu menjadi motivasi besar bagi banyak perusahaan. Pertama, dana tunai/kas merupakan penopang ketika perusahaan menghadapi kekurangan liquiditas yang tidak terduga (*Bates et al.,*2009). Kedua, berdasarkan pada teori *free cash flow,* penimbunan pada sejumlah besar dana tunai dinggap sebagai perilaku oportunistik dari manajemen perusahaan untuk mengambil

3

manfaat dan keuntungan pribadi dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham khususnya pemegang saham minoritas (Jensen, 1986).

*Almeida et al.* (2004) menemukan kecenderungan perusahaan untuk menyimpan dana tunai dari *cash flows* mereka. Perusahaan cenderung menghemat sejumlah dana tunai dari arus kas operasi mereka ketika dihadapkan dengan masalah pembiayaan eksternal untuk investasi masa depan. Dalam hal ini, *Almeida et al.* (2004) mengemukakan bahwa *cash flow sensitivity of cash (CFSC)* merupakan parameter dan ukuran dalam kendala keuangan (*financial constraints*).

* + 1. **Infografis *Trend* Pertumbuhan *Corporate Cash***



(Tril.

2.0

**INFOGRAFIS**

***CASH REACHES $ 1, 9 TRILLION***

1.92

1.95

14%

1.71

1.75

1.61

13%

1.5

12%

1.24

1.29

1.19

11.8% 11.8%

1.02

11%

11.3%

1.0

11.1% 11.1%

0.74

0.79

0.83

10%

9.6% 9.6%

9.7%

9%

0.5

8.9%

8%

7.6%

7%

7.3%

7.5%

0.0

6%

2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017

Cash & Investment

Cash/ Assets (Right Scale)

Sumber *: Standard & Poor’s Financial Services,* Indonesia (2017)

Berdasarkan data infografis dari *S&P Financial Services* pada tahun 2006 hingga 2017 di atas, pertumbuhan *corporate cash* pada perusahaan-perusahaan khususnya sektor *non financial* di Indonesia telah meningkat cukup signifikan. Dari data tersebut, tercatat pada tahun 2016 dan 2017 pertumbuhan kas dan investasi perusahaan pada sektor ini telah meningkat hingga $ 1.9 Triliun. Pertumbuhan kas/aset sejak tahun 2013 meningkat secara signifikan hingga pada level 11% dan kemudian ditutup pada level 11.8% di akhir tahun 2017. Hal tersebut menunjukkan, perusahaan-perusahaan pada sektor *non financial* di Indonesia cenderung untuk

4

menghemat sejumlah dana tunai dari arus kas operasi mereka ketika dihadapkan dengan masalah pembiayaan eksternal untuk investasi masa depan. Dalam hal ini, pendapat *Almeida et al.* (2004) mengenai sensitivitas arus kas dana tunai (*Cash Flow Sensitivity of Cash*) sebagai bentuk dari kendala keuangan (*financial constraints*) telah terbukti terjadi pada kurun waktu 11 tahun terakhir di Indonesia. Selanjutnya, penelitian ini akan melihat pengaruh lebih lanjut bentuk *financial constraints* tersebut pada permasalahan struktur kepemilikan keluarga didalam perusahaan.

Pada penelitian-penelitian sebelumnya, struktur kepemilikan keluarga menjadi indikasi utama pemegang saham mayoritas yang mengontrol seluruh aktivitas utama perusahaan (*La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Faccio dan Lang, 2002; Anderson et al., 2003; Chen et al., 2008*) dan karenannya perusahaan dengan mayoritas pemegang saham keluarga memiliki permasalahan keagenan yang harus dihadapi(*Claessens et al., 2002; Burkart et al., 2003*). Masalah keagenan yang sering terjadi ini seharusnya dapat diselesaikan dengan beberapa cara, salah satunya melalui fungsi pengawasan dan kontrol yang efektif pada dewan perusahaan. Karakteristik dewan perusahaan seperti peran rangkap jabatan (*busy directors*), ukuran besar kecilnya dewan perusahaan, peran dewan direksi dan komisaris wanita, dan dewan independen dapat digunakan untuk melakukan fungsi kontrol dan monitoring yang efektif pada masalah keagenenan yang umum terjadi seperti masalah expropriasi saham-saham minoritas dan juga khususnya pada masalah *cash flow sensitivity of cash* perusahaan-perusahaan konglomerasi tersebut.

Kepemilikan keluarga memegang hampir seluruh mayoritas besar saham perusahaan dan sebagian besar mengendalikan berbagai posisi di perusahaan sehingga dengan hal tersebut mampu meningkatkan risiko pengambilalihan pemegang saham minoritas. *La Porta et al.* (1999) dan *Villalonga and Amit* (2009) menemukan bahwa peran keluarga yang mengendalikan perusahaan seringkali memiliki kendali hak di luar hak properti mereka, meningkatkan daya tarik mereka di dalam perusahaan. Selanjutnya, *Burkart et al*. (2003) menyatakan bahwa 69 persen perusahaan keluarga di negara-negara besar terlibat di dalam praktek

5

manajemen perusahaan dan sekitar sepertiga dari perusahaan ini dikelola oleh pendiri mereka, terutama di negara dengan sistem proteksi pada kepentingan pemegang saham minoritas yang sangat lemah.

Berdasarkan uraian diatas tersebut, aspek yang menjadi pembeda penelitian ini dengan penelitian-penelitian yang sudah ada adalah penelitian ini akan melakukan kajian lebih dalam pada aspek karakteristik dewan khususnya peran dan fungsi dan peran *busy directors* perusahaan sebagai pengaruh tidak langsung dalam menyelesaikan permasalahan keagenan pada *cash flow sensitivity of cash* perusahaan-perusahaan konglomerasi di Indonesia. *Busy directors* tersebut dapat didefinisikan sebagai anggota dewan komisaris (*board of commisionaires*) yang memegang dan merangkap lebih dari satu jabatan secara bersamaan pada banyak perusahaan. Banyak perusahaan di Indonesia yang termasuk dalam ketogori tersebut, grup perusahaan kelaurga besar seperti Grup Sinar Mas, Grup Salim dan Ciputra Grup, Grup Lipo, Grup Siera merupakan beberapa contoh dimana sekelompok komisaris duduk sebagai dewan di beberapa grup perusahaan keluarga tersebut. Sehingga, dengan melihat banyaknya grup-grup konglomerat tersebut penelitian ini akan mengkaji apakah peran *busy directors* dapat digunakan secara efektif dalam menyelesaiakan masalah keagenan khususnya pada hubungan antara *family control* dan *cash flow sensitivity of cash.*

Kontribusi pada penelitian menyangkut dua aspek utama. Pertama, penelitian ini menghasilkan metriks baru pada permasalahan keagenan yakni *cash flow sensitivity of cash* yang biasa digunakan oleh literatur sebelumnya sebagai ukuran dan parameter dalam *financial constraints* (Almeida et al., 2004). Sehingga penelitian dan kajian ini mampu memberikan kontribusi dukungan pada aspek teoritis permasalahan keagenan dari hubungan *family structure* dan *cash flow sensitivity of cash* dengan tambahan peran-peran atribut dewan yaitu *busy directors.*

Implikasi yang sering muncul pada negara-negara besar seperti Perancis dan Amerika dimana konsentrasi kepemilikan tersebar adalah perusahaan-perusahaan keluarga di negara tersebut bertendensi untuk mengekspropriasi/ merampas

6

kepentingan *minority shareholders* dengan kekuatan *political expropriation* yang dimiliki dalam wujud pengambilan keputusan investasi melalui wujud perilaku- perilaku memegang dana tunai perusahaan. Namun demikian, melalui kualitas atribut pada dewan seperti peran tidak langsung *busy directors,* hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan perilaku dalam memegang dana tunai menjadi negatif, hal ini menunjukkan bahwa kualitas pada dewan merupakan bentuk alat *corporate governance* yang efisien dalam mengawasi keputusan-keputusan keluarga di dalam perusahaan. Disatu sisi, terdapat hal negatif yang bisa terjadi, rangkap jabatan komisaris dapat menimbulkan kekhawatiran pada kinerja perusahaan karena dianggap rangkap jabatan akan membuat anggota komisaris menjadi terlalu sibuk di tempat lain sehingga kualitas pengawasan menjadi kurang optimal.

Kedua, berdasarkan pada konteks negara Indonesia, kajian empiris ini berusaha untuk meneliti dan mengkaji lebih dalam permasalahan yang sering muncul pada perusahaan-perusahaan keluarga khususnya sektor manufaktur yang terdaftar di lantai bursa Indonesia berupa proporsi dari *family control* yang direpresentasikan melalui struktur kepemilikan (*family ownership* dan *CEO family member*). Karakteristik perusahaan-perusahaan di Indonesia sangat layak untuk diteliti dan dikaji karena konflik kepentingan yang sering muncul antara pemegang saham mayoritas (umumnya dikendalikan keluarga) dan pemegang saham minoritas, diperburuk dengan lemahnya perlindungan pada kepentingan pemegang saham minoritas tersebut. Pola kepemilikan terkonsentrasi di Indonesia juga memberikan andil serta peluang yang besar bagi grup konglomerasi untuk memperluas jaringan kekuatan ekonomi dan politiknya di dalam perusahaan.

Penelitian ini secara umum tersusun dari sampel pada perusahaan- perusahaan publik manufaktur di Indonesia, dimana pada penelitian sebelumnya dilakukan di negara Perancis telah ditemukan fakta bahwa *family control*, khususnya *family ownership* (struktur kepemilikan keluarga) dan peran *CEO family member* berpengaruh positif terhadap *cash flow sensitivity of cash* (CFSC). Berdasarkan penelitian tersebut menunjukkan bahwa permasalahan keagenan mendorong keluarga untuk menimbun dana tunai / kas perusahaan dan kemudian

7

mengekstrasi manfaat kendali secara pribadi dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham minoritas. Karakteristik dewan (*busy directors*) perusahaan sebagai pengaruh tidak langsung pada hubungan struktur kepemilikan keluarga dan sensitivitas arus kas yang ada dalam perusahaan. Sehingga fungsi kontrol dan pengawasan dewan membantu perusahaan dalam melindungi kepentingan pemegang saham dan membantu dalam mengurangi pengambilalihan pemegang saham eksternal. Karekteristik dan atribut pada *busy directors* ini dipandang sebagai langkah serta cara yang efektif perusahaan untuk memperluas koneksi politik pada pihak *stakeholders* (*third party* dan pemerintah) dan memperluas citra perusahaan. Secara garis besar, penelitian-penelitian di Indonesia mengenai permasalahan *agency* problem yang dihadapi struktur keluarga dan juga kendala keuangan (*financial constraints*) pada *cash flow sensitivity of cash* masih jarang dilakukan serta bentuk pengaruh tidak langsung dari peran *busy directors* sebagai alat/perangkat corporate *governance* dalam menyelesaikan kedua masalah tersebut juga masih sangat jarang dilakukan penelitian lebih lanjut. 1

#### Fenomena dan Perkembangan Konsetrasi Kepemilikan Keluarga Berbagai Sektor di Indonesia

Perusahaan keluarga merupakan sebuah perusahaan yang mayoritas pemegang saham dan posisi manajemen perusahaan dikendalikan dan diisi oleh keluarga termasuk keturunannya (*Rock*, 1991). Lebih lanjut, definisi keluarga pada konteks ini ialah orang-orang yang terkait dengan keluarga akibat perkawinan dan keturunan (*Bork*, 1986). Fenomena perkembangan di Indonesia saat ini menunjukkan bahwa perusahaan keluarga cukup sangat dominan dibandingkan perusahaan-perusahaan non keluarga pada kontrol manajemen perusahan. Penelitian dan survei-survei di Indonesia menemukan fakta bahwa terjadi dominasi perusahaan-perusahaan keluarga tersebut. Penelitian dan survei PWC pada tahun 2016 menunjukkan bahwa hampir 95% bisnis korporasi di Indonesia merupakan

1 Dalam struktur *one tier*, *board of directors* perusahaan terdiri atas dua fungsi yaitu eksekutif dan non eksekutif. Sementara, pada struktur *two tier* seperti negara Indonesia, maka peran non eksekutif sama/setara dengan fungsi pada *board of commisionaires* atau dengan kata lain peran, fungsi, dan tanggung jawab pengawasan dijalankan oleh dewan komisaris perusahaan

8

bisnis keluarga dan memberikan kontribusi mencapai 29% dari *Gross Domestic Product* (GDP) . 2

|  |  |
| --- | --- |
| **Sebaran Sektor** | **Persentase** |
| Manufaktur | 50% |
| Transportasi | 13% |
| Umum | 13% |
| Konstruksi | 7% |
| Lain-lain | 5% atau kurang |

Sumbe*r* : PWC Survei Bisnis Keluarga di Indonesia (2016)

Berdasarkan survei PWC tahun 2016 diatas, ditemukan fakta bahwa perusahaan keluarga terdiri dari berbagai sektor perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek. Sektor-sektor tersebut meliputi sektor manufaktur (50%), transportasi (13%), umum (13%), konstruksi (7%), dan lainnya (5%). Sehingga, berdasarkan sebaran sektor diatas sektor manufaktur menyumbang bobot dan persentase terbesar untuk jumlah kepemilikan keluarga (*family ownership*). Berdasarkan hal tersebut maka urgensi penelitian ini dibatasi dan ditekankan pada sektor manufaktur publik di Indonesia saja.

Dari survei PWC pada tahun 2016 diatas juga menemukan bahwa jabatan dan peran keluarga dalam perusahaan khususnya pada perusahaan terbuka di Indonesia sangat dominan. Survei PWC melalui wawancara ini dilakukan di negara Indonesia. Dari survei tersebut ditemukan dalam perusahaan publik dimana sebesar 47% menduduki posisi sebagai CEO/MD, 7% menduduki posisi sebagai pemilik/partner, sebesar 23% menduduki posisi sebagai direktur keuangan, dan sebesar 23% menduduki posisi sebagai anggota dewan perusahaan. Sementara peran keluarga dalam bisnis, sebesar 87% menduduki posisi sebagai pemilik dan manajemen, dan sebesar 13% memiliki saja dan bukan manajemen.

2 Pada banyak negara besar seperti Amerika Serikat, di mana konsentrasi kepemilikan tersebar, maka mekanisme utama dalam melindungi para *minority shareholders* dari tindakan manajerial perusahaan yang merugikan adalah dengan melalui *market corporate control* dan proteksi legal. Sementara negara Indonesia menggunakan struktur konsentrasi kepemilikan terkonsentrasi, sehingga banyak ditemukan grup konglomerasi yang menjadi penggerak utama kegiatan perusahaan.

9

Berdasarkan survei PWC tersebut juga, sepanjang tahun 2016 tercatat pendapatan perusahaan-perusahaan grup keluarga di Indonesia juga ditaksir meningkat secara signifikan. Sebagai contoh, pendapatan Salim Group meningkat secara fantastis. Terdapat tujuh anak usahanya yang terdaftar di IDX tercatat sebagai sumber pencipta dan penghasil uang. Kontribusi pendapatan terbesar berasal dari INDF, ICBP, LISP, IMAS, dan DNET, sehingga kekayaan pribadi pemilik group yaitu Anthony Salim ditaksir bertambah hingga Rp. 16,52 Triliun. Konglomerasi juga muncul dalam perusahaan BUMN, yang sebagian besar berkinerja sangat baik. Menurut penelitian PWC, total pendapatan seluruh BUMN pada tahun 2016 mencapai Rp. 2.116 triliun atau meningkat secara signifikan dibandingkan tahun sebelumnya sebesar Rp. 1.702 triliun. Kontribusi pendapatan terbesar dari indistri energy, perbankan, manufaktur, telekomunikasi, infrastruktur, semen, dan property. Selanjutnya, bila dikaji lebih jauh dari laporan keuangan anak usahanya, group-group konglomerat saat ini rata-rata bukan ditopang oleh sumber *operating cash flow*, melainkan ditopang melalui sumber *financing cash flow* perusahaan. Oleh karenannya, hal tersebut merupakan salah satu indikator dibalik perusahaan-perusahaan tersebut masih mampu mempertahankan konglomerasinya, disebabkan mereka mampu dengan baik dan efektif memutar uangnya.

Berdasarkan uraian diatas, dalam konteks negara Indonesia maka permasalahan keagenan pada struktur kepemilikan keluarga di berbagai sektor mampu menimbulkan permasalahan lain dalam hal *cash flow sensitivity of cash* perusahaan. Permasalahan keagenan ini sering terjadi sehingga mendorong keluarga untuk menimbun dana tunai / kas perusahaan dan kemudian mengekstrasi manfaat kendali secara pribadi dengan mengorbankan kepentingan para pemegang saham minoritas. Karakteristik dewan komisaris (*busy directors*) diharapkan mampu memberikan pengaruh tidak langsung pada hubungan struktur kepemilikan keluarga dan sensitivitas arus kas perusahaan. Sehingga fungsi kontrol atau pengawasan dewan dapat membantu melindungi investor eksternal dan membantu dalan mengurangi masalah pengambilalihan pemegang saham eksternal khususnya para pemegang saham-saham minoritas.

10

#### Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan urgensi penelitian yang telah disusun, maka identifikasi/rumusan masalah ini adalah sebagai berikut.

1. Ada atau tidaknya pengaruh *family ownership* terhadap *cash flow sensitivity of cash* pada sektor manufaktur di Indonesia ?
2. Ada atau tidaknya pengaruh *CEO family member* terhadap *cash flow sensitivity of cash* pada sektor manufaktur di Indonesia ?
3. Secara empiris, ada atau tidaknya pengaruh *busy directors* terhadap hubungan *family structure* dan *cash flow sensitivity of cash* pada sektor manufaktur di Indonesia ?

#### Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian disusun untuk menjawab setiap permasalahan- permasalahan yang muncul, maka tujuan yang hendak dicapai adalah sebagai berikut.

1. Untuk meneliti ada atau tidaknya pengaruh *family ownership* terhadap *cash flow sensitivity of cash* sektor manufaktur Indonesia.
2. Untuk meneliti ada atau tidaknya pengaruh *CEO family member* terhadap

*cash flow sensitivity of cash* pada sektor manufaktur di Indonesia.

1. Untuk meneliti secara empiris, ada atau tidaknya pengaruh *busy directors* terhadap hubungan *family structure* dan *cash flow sensitivity of cash* pada sektor manufaktur di Indonesia.

#### Kontribusi Penelitian

Penelitian empiris ini diharapkan akan mampu memberikan manfaat, kontribusi, dan pngaruh bagi pihak-pihak terkait baik dari segi konseptual maupun praktikal.

Dari segi konseptual penlitian empiris ini diharapkan mampu menganalisis:

i) Bagaimana peran keluarga sebagai bentuk struktur kepemilikan perusahaan *terhadap cash flow sensitivity of cash* dipengaruhi oleh peran dari *busy directors* dalam hal praktek tata kelola perusahaan. Studi empiris ini juga yang pertama akan mengeksplorasi kemungkinan interaksi lebih jauh pada peran *busy directors*

11

sebagai karakteristik dewan perusahaan terhadap hubungan antara *family structure* dan permasalahan keagenanan yang muncul dalam wujud *cash flow sensitivity of cash*. Tinjauan literature-literature yang ada sebelumnya menjelaskan pengaruh terpisah konglomerasi pada perusahaan, keputusan investasi, konsentrasi kepemilikan terhadap perilaku perusahaan dalam memagang dana tunai tanpa melihat bagaimana peran dan pengaruh *busy directors* pada struktur kepemilikan secara bersama-sama mempengaruhi *cash flow sensitivity of cash*. ii) Bagaimana jenis perusahaan, struktur kepemilikan dan karakteristik dewan (*busy directors*) serta interaksinya terhadap perilaku memegang dana tunai.

Sementara kontribusi terhadap bidang praktek adalah : pertama, kajian empiris ini diharapkan mampu menambah dan memperkaya wawasan pengetahuan dalam bidang tata kelola perusahaan keluarga dan *corporate finance*. Hasil penelitian diharapkan dapat meningkatkan pemahaman lebih mendalam bagaimana menyikapi permasalahan keagenan dalam wujud perilaku memegang cadangan dana tunai. Bukti empiris yang dihasilkan memberikan contoh kompleksitas konsetrasi kepemilikan keluarga dalam perusahaan yang melibatkan banyak pihak. Oleh karena itu diharapkan hasil penelitian dapat memberikan solusi lebih lanjut guna meningkatkan kinerja perusahaan secara efektif di bursa Indonesia kedepannya.

Kedua, bagi Pasar Modal diharapkan hasil penelitian ini menjadikan basis untuk melakukan *monitoring* agar masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan minoritas dapat diminimalkan dan diperbaiki melalui tata kelola pada perusahaan tersebut. Lebih jauh, diharapkan peraturan-peraturan dan ketentuan yang ditetapkan oleh OJK dapat lebih efektif dan efisien untuk meminimalisasi ekspropriasi kekayaan *minority shareholders* oleh *controlling shareholders.*

#### Batasan Penelitian

Pembatasan penelitian dilakukan agar penulis melakukan kajian sesuai dengan lingkup topik bahasan dan metode penelitian yang ditentukan dari dua kombinasi jurnal, maka penulis membutuhkan pembatasan penelitian empiris ini.

1. Kajian dan penelitian empirik ini dilakukan untuk perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di IDX pada periode 2013-2017.

12

1. Riset ini tersusun dari sampel perusahaan sektor manufaktur yang mempunyai laporan tahunan dan pengungkapan laporan keuangan lengkap di setiap tahunnya.
2. Dalam penelitian empiris ini, variabel moderasi merupakan indikator atribut dewan dari penerapan *good corporate governance*. Sehingga, penelitian dan kajian ini hanya dibatasi pada ruang lingkup pada pengaruh tidak langsung *busy directors* saja*.* Konteks *busy directors* pada riset ini merujuk pada pengaruh dari *Board of Commissionaires* (BOC).

#### Metode Penelitian

Metode dalam penelitian empiris ini dimulai dengan melakukan kajian studi literatur pustaka pada jurnal-jurnal acuan, pengumpulan sampel penelitian dan variabel-variabel penelitian, melakukan proses pengolahan data, penjelasan hasil dari pengolahan data penelitian, diakhiri dengan kesimpulan,keterbatasan penelitian dan saran penelitian. Penelitian ini memakai analisis data panel pada perusahaan sektor manufaktur Indonesia untuk mengidentifikasi pengaruh tidak langsung *busy directors* terhadap hubungan *family ownership* dan *cash flow sensitivity of cash*. Untuk menghitung dan mengestimasi variebel independen, moderasi dan dependen maka penelitian ini menggunakan *software Microsoft Excel 2017* sementara *software Eviews 8, Stata, SPSS* dipakai untuk melihat pengaruh antar variebel-variebel penelitian tersebut.

#### Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian ini disusun sebagai bentuk dalam memahami gambaran secara menyeluruh dan memahami isi berupa pola penyusunan penelitian secara sistematis.

#### BAB 1 PENDAHULUAN

Pada bagian pendahuluan ini menyajikan gambaran fenomena dari latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian,urgensi penelitian, fenomena perkembangan yang terjadi dan ruang lingkup kajian.

13

#### BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

Tinjauan pustaka/landasan teori dibangun sehingga terbentuk teori-teori yang berkaitan langusng dan relevan. Dalam bab ini, terdapat pembahasan dalam bentuk tabel +/- pengaruh antar variabel-variabel pada penelitian terdahulu yang memiliki tingkat kemiripan topik dengan penelitian empiris ini.

#### BAB 3 DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN

Data dan metodologi penelitian berisikan *framework* secara komprehensif mengenai metode yang digunakan pada penelitian, yaitu berupa tata cara dalam pengumpulan data dan sampel, metode yang digunakan dalam pengumpulan sampel, penjelasan dan pemaparan secara menyeluruh variabel-variabel operasional penelitian, hipotesis penelitian, model penelitian yang berasal dari 2 jurnal acuan, pemaparan uji model yang terbaik penelitian, regresi model penelitian, dan penjelasan langkah-langkah statistik penelitian. Selanjutnya, penelitian ini menggunakan pengembangan hipotesa awal penelitian sebagai jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian yang telah disusun.

#### BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis dan pembahasan berisikan hasil dari seluruh estimasi/perhitungan pada seluruh variabel penelitian dengan menggunakan seluruh uji yang dilakukan pada bab 3, sehingga diperoleh hasil dan interpretasi penelitian secara rinci. Pada akhir bab 4 disusun tabel yang berisikan hasil dan kesimpulan penelitian. Pada bagian terakhir juga disusun implikasi manajerial yang relevan pada konteks di negara Indonesia.

#### BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

Secara garis besar, bagian ini berisikan kesimpulan, keterbatasan pada penelitian, dan saran untuk para pihak terkait. Bab ini juga memaparkan secara singkat mengenai jawaban dari rumusan permasalahan yang telah disusun.

# BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

* 1. **Teori *Free Cash Flow Agency***

Berdasarkan pada literatur terdahulu, banyak studi yang telah menguji mengenai hubungan antara masalah keagenan dan juga struktur kepemilikan keluraga. La Porta et al. (1999) dan Masulis et al. (2011) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan keluarga seringkali menghadapi masalah keagenan, khususnya di negara yang memiliki perlindungan lemah pada hak investor**.** Fenomena perusahaan dalam memegang sejumlah besar dana tunai (*cash flow sensitivity of cash*) saat ini terus meningkat. *Boubaker et al.* (2013) menjelaskan peningkatan yang signifikan pada rasio *cash flow* perusahaan pada banyak negara eropa dan negara berkembang pada dekade terakhir ini. Namun demikian, peningkatan signifikan pada *operating cash flow* perusahaan tidak dikuti dengan peningkatan investasi yang dilakukan. Saat ini, banyak perusahaan besar di negara maju dan berkembang yang mengadopsi kebijakan dalam memegang sejumlah besar dana tunai (*cash flow sensitivity of cash*). Hal ini menimbulkan banyak pertanyaan alasan perusahaan besar di dunia lebih memilih untuk menyimpan sejumlah besar dana tunainya dibandingkan untuk melakukan aktivitas investasi atau pembayaran *cash dividen* kepada pemegang saham.

Terdapat dua perspektif yang menganggap bahwa perilaku dalam memegang sejumlah besar dana tunai itu merupakan motivasi banyak perusahaan. Pertama, dana tunai/kas merupakan penopang ketika perusahaan menghadapi kekurangan liquiditas yang tidak terduga (*Bates et al.,*2009). Kedua, berdasarkan pada teori *free cash flow,* penimbunan pada sejumlah besar dana tunai dinggap sebagai perilaku oportunistik dari manajemen perusahaan untuk mengambil manfaat pribadi dengan mengorbankan pemegang saham (Jensen, 1986).

*Almeida et al.* (2004) melihat kecenderungan perusahaan untuk menyimpan dana tunai dari *cash flows* mereka. Perusahaan lebih cenderung menghemat sejumlah dana tunai dari arus kas operasi mereka ketika dihadapkan dengan masalah pembiayaan eksternal untuk investasi masa depan. Dalam hal ini, *Almeida*

14

15

*et al.* (2004) mengemukakan bahwa sensitivitas arus kas dana tunai (*Cash Flow Sensitivity of Cash*) merupakan parameter dalam kendala keuangan. Sehingga, penelitian ini ingin mengkaji lebih jauh tentang pengaruh hubungan keagenan pada kepemilikan sebagian besar dana tunai melalui pengaruh pada kontrol keluarga dalam perusahaan pada sensitivitas arus kas dana tunai (*Cash Flow Sensitivity of Cash*).

*Family owners* merupakan pemegang saham yang paling umum ditemukan dalam mengontrol aktivitas perusahaan-perusahaan (*La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Faccio dan Lang, 2002; Anderson et al., 2003; Chen et al., 2008*) dan memiliki permasalahan agensi yang besar (*Claessens et al., 2002; Burkart et al., 2003*). Kepemilikan keluarga memegang hampir seluruh mayoritas saham perusahaan dan sebagian besar mengendalikan posisi di perusahaan sehingga mampu meningkatkan risiko pengambilalihan pemegang saham minoritas. *La Porta et al.* (1999) dan *Villalonga and Amit* (2009) menunjukkan bahwa keluarga yang mengendalikan perusahaan seringkali memiliki kendali hak di luar hak properti mereka, meningkatkan daya tarik mereka di dalam perusahaan. Selanjutnya, *Burkart et al*. (2003) menyatakan bahwa 69 persen perusahaan keluarga terlibat di dalam manajemen dan sekitar sepertiga dari perusahaan ini dikelola oleh pendiri mereka, terutama di negara yang memiliki perlindungan kepentingan pemegang saham minoritas yang lemah.

* 1. **Teori *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC)**

Kas atau dana tunai adalah bentuk aktiva perusahaan yang paling likuid. Melalui sifatnya yang sangat liquid ini, membuat kas atau dana tunai tersebut mempunyai keuntungan yang paling rendah dibandingkan apabila kas atau dana tersebut diinvestasikan dalam bentuk aset lain yang mempunyai *return* lebih menguntungkan, seperti pada deposito berjangka dan obligasi. Ketersedian kas atau dana tunai ini didalam perusahaan haruslah mencapai / memenuhi angka nominal yang cukup. Apabila jumlah kas atau dana tunai perusahaan tersebut tergolong besar, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut melewatkan profit yang mampu dihasilkan dari kesempatan untuk melakukan investasi. Akan tetapi, jumlah nominal kas atau dana tunai yang terlalu kecil akan berdampak pada tingkat liquiditas perusahaan. Maka, diperlukan kepemilikan jumlah kas atau dana tunai

16

yang cukup, sehingga perusahaan tidak perlu mengorbankan profit dari investasi pada aset produktif demi menjaga liquiditas perusahaan dimasa depan.

Menurut Miller-Orr (1966), *cash flow sensitivity of cash* merupakan kas yang ada diperusahaan dan tersedia digunakan untuk berinvestasi pada aset fisik dan kemudian dibagikan kepada pemegang saham. *Cash flow sensitivity of cash* dianggap sebagai kas dan setara kas yang dapat dengan mudah untuk dikonversi menjadi dana tunai. Sehingga, penentuan tingkat *cash flow sensitivity of cash* perusahaan merupakan keputusan yang sangat penting bagi manajer keuangan. Tingkat *cash flow sensitivity of cash* yang terjaga mampu diperuntukkan dalam melakukan serangkaian aktivitas finansial perusahaan seperti aktivitas pembelian saham, pembagian dividen untuk para pemegang saham perusahaan, aktivitas investasi produktif, serta menyimpanya untuk kepentingan perusahaan.

#### Motif Dalam Memegang Kas

Berdasarkan pada PSAK No.2 Tahun 2009 bentuk dari kas yakni :

Kas terdiri atas cadangan kas tunai dan rekening giro. Sedangkan setara kas (*cash equivalent)* merupakan bentuk investasi yang memiliki sifat sangat liquid, berjangka pendek, dan dengan cepta dapat dikonversi menjadi kas dalam jumlah yang dapat ditentukan dan mempunyai rasio perubahan nilai yang tidak signifikan.

Menurut Bates et al. (2009), motivasi perusahaan dalam memegang kas atau dana tunai adalah sebagai berikut :

1. Motif Transaksi

Teori ini merupakan payung dan landasan teori dari Miller-Orr (1966) yang diusulkan oleh Baumol (1952). Motif transaksi memaparkan keuntungan dari memegang kas atau dana tunai adalah perusahaan dapat menurunkan biaya transaksi dengan menggunakan kas dibandingakan apabila dengan melakukan liquidasi aset. Sehingga perusahaan memiliki sejumlah kas ketika biaya transaksi tinggi untuk mengkorvesi aset-aset non tunai menjadi kas. Terdapat kecenderungan besar perusahaan menggunakan kas atau dana tunai mereka untuk membiayai peluang investasi yang menguntungkan dimasa depan.

1. Motif Berjaga-jag

17

Motif berjaga-jaga ini merupakan indikator perusahaan dalam memegang dana tunai sebagai tindakan preventif dalam upaya melindungi keterbasan dana tunai dimasa depan (Keynes et al, 2001). Perusahaan menyimpan sejumlah dana tunai dalam jumlah tertentu sebagai tindakan preventif saat dihadapkan pada situasi kurang menguntungkan ketika akses masuk ke pasar modal membutuhkan biaya yang tinggi. Sehingga, perusahaan dengan peluang investasi yang lebih baik akan memegang dana tunai tertentu dengan tujuan agar mampu membiayai kebutuhan investasinya sekalipun pada saat kondisi *financial distress* terjadi.

1. Motif Spekulasi

Motif spekulasi ini menunjukkan dana tunai yang disimpan perusahaan digunakan untuk tujuan / motif spekulasi agar mampu mengambil keuntungan dari sebuah situasi yang diharapkan dapat mendatangkan keuntungan.

1. Motif Keagenan

Motif selanjutnya dalam memegang kas atau dana tunai sangat dipengaruhi oleh masalah keagenan yang muncul. Menurut Jensen dan Mecking (1976), seorang manajer yang terlatih dan berpengalaman mencoba untuk memegang kembali kas atau dana tunai yang dimiliki dibandingkan harus membayarkannya kepada para pemegang saham di saat perusahaan melihat adanya peluang investasi yang kurang menguntungkan. Sehingga, banyak manajer perusahaan yang cenderung menggunakan kas yang menganggur untuk mendapatkan keuntungan pribadi dibandingkan meningkatkan kesejahteraan para investor / pemegang saham.

* + 1. **Faktor Penentu Dalam *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC)**

Variabel yang dijadikan faktor penentu *cash flow sensitivity of cash* pada penelitian ini mengacu pada beberapa variabel kontrol yang digunakan oleh beberapa peneliti sebelumnya diantaranya yaitu *Assil Guizani, Faten Lakhal, Nadia Lakhal* (2018) dan Bates et al (2009).

1. *Firms Size*

Menurut Assil Guizani et al (2018), *firms size* menunjukkan skala kecil dan besar sebuah perusahaan yang biasanya ditunjukkan dari total aset yang dimiliki, jumlah penjualan, dan rata-rata total aktiva yang dimiliki. Perusahaan dengan skala

18

yang besar biasanya mempunyai akses yang lebih baik ke pasar saham dan merasakan *economic of scale* dari *cash management*.

1. *Cash Flow*

*Cash flow* dari kegiatan operasional perusahaan merupakan jumlah aliran kas yang masuk dan keluar perusahaan akibat kegiatan operasional yang dilakukan. Selanjutnya, kaitannya dengan *cash flow sensitivity of cash* perusahaan adalah besar kecilnya jumlah kas atau dana tunai yang dimiliki sangat bergantung pada seberapa besar *cash flow* perusahaan.

Implikasinya adalah apabila jumlah *cash flow* masuk yang dimiliki perusahaan lebih tinggi daripada jumlah *cash flow* keluar, hal ini mengindikasikan bahwa *cash flow* bersih perusahaan bernilai positif dan begitu sebaliknya, apabila *cash flow* masuk lebih kecil dibandingkan dengan *cash flow* keluar, maka *cash flow* bersih bernilai negatif. *Cash flow* dengan nilai positif menunjukkan bahwa perusahaan tidak bergantung pada pihak eksternal menyebabkan meningkatnya kas atau dana tunai yang dimiliki perusahaan.

1. *Market to Book Ratio (MTB)*

Menurut Assil Guizani et al (2018), *Market to Book Ratio* (MTB) merupakan parameter dalam menilai suatu kesempatan investasi dan prospek dari *growth* masa depan perusahaan. Sehingga korelasi kesempatan tumbuh pada investasi sangat mempengaruhi perilaku perusahaan dalam memegang kas atau dana tunai ini. Hal ini disebabkan oleh munculnya indikasi bahwa perusahaan tersebut memiliki kebutuhan pendanaan yang cukup tinggi dan kecenderungan dalam menyimpan kas atau dana tunai tersebut.

1. *Capital Expenditure (Capex)*

*Capital Expenditure* merupakan biaya belanja modal periodik yang dilakukan perusahaan dalam upaya pembetukan modal baru yang bersifat menambah aset tetap dengan memberikan manfaat ekonomi lebih dari sari periode, termasuk didalamnya berupa pengeluaran untuk biaya pemeliharaan yang sifatnya menambah atau mempertahankan masa manfaat, meningkatkan kapasitas dan kualitas aset (Keown et al, 2011).

Bates et al (2011), menyatakan belanja modal merupakan biaya pengeluaran periodik yang muncul dalam upaya untuk memperoleh aset baru atau

19

memperbaharui aset bisnis perusahaan*. Capital expenditure* membutuhan sejumlah dana tunai dalam pendanaanya. Perusahan dengan nilai *capital expenditure* yang besar, mampu menciptakan lebih banyak aset yang dapat digunakan sebagai bentuk jaminan perusahaan ketika berhutang. Sehingga, pengeluaran yang dilakukan perusahaan merupakan bentuk pengurangan bagi *cash flow sensitivity of cash* perusahaan.

1. *Change in Net Working Capital*

Menurut Assil Guizani et al (2018), Delta atau perubahan pada *Net Working Capital* diukur melalui pengurangan aset lancar terhadap kewajiban lancar yang muncul dibagi dengan total jumlah aset perusahaan yang dimiliki. Sehingga, perubahan pada *Net Working Capital* berperan sebagai bentuk substitusi dari cadangan dana tunai yang dimiliki atau *cash flow sensitivity of cash* perusahaan. Hal ini disebabkan oleh kemudahan dalam melakukan konversi kedalam bentuk kas saat perusahaan membutuhkannya. Apabila hasil *net working capital* negatif maka perusahaan diindikasikan sedang mengalami kesulitan dalam hal liquiditas. Lebih jauh, perusahaan dengan *net working capital* yang positf akan otomatis mengurangi saldo kas mereka.

* 1. **Pentingnya Peran *Busy Directors* Pada Hubungan Struktur Kepemilikan dan *Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC)***

Karekteristik dewan dalam penelitian ini merupakan bentuk pengaruh tidak langsung yang dicerminkan melalui *busy directors* dewan perusahaan. Sehingga berdasarkan hal tersebut maka bentuk pengaruh tidak langsung dewan tersebut mencerminkan mekanisme dari *corporate governance*. Menurut *Forum Corporate Governance In Indonesia* (FCGI), tujuan dari mekanisme *corporate governance* ialah mampu menciptakan *value added* bagi pemegang saham. FCGI berpendapat apabila perusahaan mampu menerapkan tata kelola yang baik maka keuntungan yang didapatkan perusahaan adalah perusahaan dapat lebih mudah mendapatkan akses tambahan modal, *cost of capital* perusahaan menjadi lebih murah, meningkatkan prospek dan pertumbuhan investasi bisnis, serta mempengaruhi secara signifikan pada harga saham perusahaan tersebut. Selanjutnya, Komite Nasional Kebijakan *Governance* di Indonesia memaparkan bahwa tata kelola yang baik merupakan acuan bagi perusahaan dalam upaya :

20

1. Terciptanya perbaikan dalam hal tata kelola perusahaan yang dilandaskan pada prinsip transparansi, akuntabilitas, independensi, responsibilitas, serta kewajaran dan kesetaraan.
2. Menciptakan pengelolaan fungsi dan kemandirian pada organ perusahaan, yaitu dewan direksi, komisaris, dan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
3. Meningkatkan efisiensi fungsi kontrol pada para investor, anggota direksi dan komisaris dalam menciptakan keputusan dan menjalankan *corporate actions* yang dilandasi oleh asas moral dan kepatuhan terhadap peraturan perundang- undangan yang berlaku.
4. Mendorong tanggung jawab sosial dan kesadaran perusahaan terhadap masyarakat secara umum di sekitar perusahaan. Mengoptimalkan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan kepentingan *stakeholders*.
5. Menumbuhkan iklim persaingan sehat perusahaan secara regional, sehingga mampu menumbuhkan kepercayaan pasar yang dapat mendorong arus investasi masa depan.

Terkait hubungan struktur kepemilikan dan *busy directors*, Anderson et al.(2004) membuktikan keefektifan dari karakteristik peran dewan (*busy directors*) mampu memitigasi konflik benturan kepentingan antara keluarga dan pemegang saham minoritas. Hal tersebut menjelaskan leih jauh bahwa kehadiran dari rangkap jabatan dalam struktur kepemilikan keluarga akan meningkatkan perlindungan pada kepentingan pemegang saham eksternal. Boubaker et al. (2015) menjelaskan *busy directors* berkaitan cukup erat dengan motivasi perusahaan dalam memiliki cadangan dana tunai.

Penelitian ini menggunakan *busy directors* dewan sebagai bagian atribut dewan dan indikator pengaruh tidak langsung dari model penelitian.

1. *Busy Directors*

Dalam konteks negara Indonesia, perusahaan-perusahaan publik menggunakan struktur *two-tiers board* sehingga terdapat pemisahan peran dari dewan direksi dan dewan komisaris. Menurut *Code Good Corporate Governance* Indonesia, direktur perusahaan yang tercatat dan terdaftar di bursa Indonesia bertanggung jawab secara kolegial atas manajemen perusahaan. Di sisi lain, dewan

21

komisaris dilarang ikut serta dalam setiap pengambilan keputusan operasional karena mereka bertanggung jawab untuk mengawasi dewan direksi dan memastikan perusahaan menerapkan *Code of Good Corporate Governance*. Oleh karena itu, kualitas tata kelola perusahaan di perusahaan terbuka tergantung pada individu yang membentuk dewan direksi dan dewan komisaris, serta kapasitas mereka untuk mendedikasikan waktu pada urusan perusahaan dan dalam melaksanakan tanggung jawab mereka. Karekteristik dan atribut pada *busy directors* ini dipandang sebagai cara yang efektif perusahaan untuk memperluas koneksi pada pihak eksternal.

Pada Mei 2016, berdasarkan analisis dari *Centre Governance, Instutions and Organsations* (CGIO), 443 perusahaan terdaftar di Indonesia yang terdiri dari 1.946 direktur, 1.586 komisaris, dan 1.143 anggota komite audit. Struktur perusahaan publik di Indonesia umumnya terdiri dari rata-rata lima direktur dimana dewan terkecil hanya memiliki satu direktur dan dewan terbesar memiliki 13 direktur. Selanjutnya, perusahaan rata-rata memiliki empat komisaris dimana dewan komisaris terdiri terkecil dari satu orang dan terbesar terdiri dari 22 orang.

Untuk jabatan sorang dewan direksi perusahaan yang merupakan pekerjaan penuh waktu, maka secara umum direktur ini hanya duduk satu posisi dewan dalam perusahaan sementara dewan komisaris yang menjabat sebagai struktur non eksekutif dapat merangkap jabatan dibanyak perusahaan. Studi CGIO menunjukkan bahwa dari 443 perusahaan yang terdaftar di BEI, 67 perusahaan (15.1%) memiliki *busy diretors* duduk di kursi dewan perusahaan. *Busy directors* didefinisikan sebagai dewan komisaris yang memegang lebih dari satu jabatan komsaris secara bersamaan atau rangkap jabatan dalam jajaran dewan perusahaan. Banyak perusahaan seperti itu yang dimiliki oleh perusahaan keluarga besar seperti Grup Sinar Mas, Grup Salim dan Ciputra Grup, dimana sekelompok komisaris duduk sebagai dewan di beberapa grup lain perusahaan keluarga.

#### Penelitian Sebelumnya

Hasil riset-riset sebelumnya dalam bentuk pengaruh +/- variabel penelitian disajikan dalam tabel berikut :

22

#### Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Nama Peneliti** | **Judul** | **Variabel Dependen** | **Variabel Independen, Kontrol, dan Moderasi** |
| Assil Guizani, Faten Lakhal, Nadia Lakhal, French, 2018 | *The cash flow sensitivity of cash in family firms : does the board of directors matter?* | *Cash flow*  *sensitivity of cash (CFSC)* | ***Variabel Independen:*** *Family Ownership (+) CEO family member(+)* ***Variabel Control :*** *Cash Flow (+)*  *Firms Size (+)*  *Market to Book Ratio (+) Capital Expenditure (-) Change in NWC (-)* ***Variabel Moderasi :*** *Duality (-)*  *Board Independence (-) Board Size (+)*  *Gender Diversity (-)* |
| *Ellen Rouyer, Taiwan (2016)* | *Family ownership and busy boards : impact on*  *performance* | *Cash Holdings* | ***Variabel Independen :*** *Family Owned (+) Busy Directors (+)* ***Variabel Kontrol :*** *Firms Size (+) Leverage (-)*  *Market to Book Value (-) Board Size (+)*  *Board Control (+)*  *Independence (-)* |
| *Xianwei Lu, Jianqiong Wang, Dayong Dong, Vietnam (2009)* | *Busy boards and corporate performance* | *Return On Asset* | ***Variabel Independen :***  *Agent (+) Dual (-) Board Size (+)*  *Independence Directors (+) Size (+)*  *Age (-) Leverage (+) First (-)*  *Year (-)*  *Industries Dummy (+)* ***Variabel Control :*** *Busy Directors (+)* |

# BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

Pada bab metedologi ini secara garis besar memaparkan rerangka konseptual dari topik penelitian secara rinci dan terstruktur, bab ini juga menjelaskan bentuk hubungan kerangka pemikiran konseptual penelitian, serta memaparkan rerangka pengembangan hipotesis penelitian. Dalam bab 3 ini juga menyajikan tahapan-tahapan dalam pengolahan data sehingga diperoleh hasil estimasi dan perhitungan terbaik yang mampu menjawab rumusan masalah penelitian. Pada bab ini dipaparkan berbagai uji atas model yang digunakan dalam penelitian. Pengujian tersebut dilakukan agar memperoleh hasil estimasi dan perhitungan yang teruji.

#### Rerangka Konseptual

Fenomena perusahaan dalam memegang sejumlah besar dana tunai dari arus kas (*cash flow sensitivity of cash*) saat ini terus meningkat. *Boubaker et al.* (2013) menjelaskan peningkatan yang signifikan pada rasio *cash flow* perusahaan pada banyak negara eropa dan negara berkembang pada dekade terakhir ini. Namun demikian, peningkatan signifikan pada *operating cash flow* perusahaan tidak dikuti dengan peningkatan investasi yang dilakukan. Saat ini, banyak perusahaan besar di negara maju dan berkembang yang mengadopsi kebijakan dalam memegang sejumlah besar dana tunai. Hal ini menimbulkan banyak pertanyaan alasan perusahaan besar di dunia lebih memilih untuk menyimpan sejumlah besar dana tunainya dibandingkan untuk melakukan aktivitas investasi atau pembayaran dividen pemegang saham.

Terdapat dua perspektif yang menganggap bahwa perilaku dalam memegang sejumlah besar dana tunai itu menjadikan motivasi dalam banyak perusahaan. Pertama, dana tunai/kas merupakan penopang ketika perusahaan menghadapi kekurangan liquiditas yang tidak terduga (*Bates et al.,*2009). Kedua, berdasarkan pada teori *free cash flow,* penimbunan pada sejumlah besar dana tunai dinggap sebagai perilaku oportunistik dari manajemen perusahaan untuk

23

24

mengambil manfaat pribadi dengan mengorbankan pemegang saham (Jensen, 1986).

*Almeida et al.* (2004) melihat kecenderungan perusahaan untuk menyimpan dana tunai dari *cash flows* mereka. Perusahaan lebih cenderung menghemat sejumlah dana tunai dari arus kas operasi mereka ketika dihadapkan dengan masalah pembiayaan eksternal untuk investasi masa depan. Dalam hal ini, *Almeida et al.* (2004) mengemukakan bahwa sensitivitas arus kas dana tunai (*Cash Flow Sensitivity of Cash*) merupakan parameter dalam kendala keuangan. Sehingga, penelitian ini ingin mengkaji lebih jauh tentang pengaruh hubungan keagenan pada kepemilikan sebagian besar dana tunai melalui pengaruh pada kontrol keluarga dalam perusahaan pada sensitivitas arus kas dana tunai (*Cash Flow Sensitivity of Cash*).

*Family owners* merupakan pemegang saham yang paling banyak dalam mengontrol perusahaan (*La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Faccio dan Lang, 2002; Anderson et al., 2003; Chen et al., 2008*) dan memiliki permasalahan agensi yang serius (*Claessens et al., 2002; Burkart et al., 2003*). Kepemilikan keluarga memegang hampir seluruh mayoritas saham perusahaan dan sebagian besar mengendalikan posisi di perusahaan sehingga mampu meningkatkan risiko pengambilalihan pemegang saham minoritas. *La Porta et al.* (1999) dan *Villalonga and Amit* (2009) menunjukkan bahwa keluarga yang mengendalikan perusahaan seringkali memiliki kendali hak di luar hak properti mereka, meningkatkan daya tarik mereka di dalam perusahaan. Selanjutnya, *Burkart et al*. (2003) menyatakan bahwa 69 persen perusahaan keluarga terlibat di dalam manajemen dan sekitar sepertiga dari perusahaan ini dikelola oleh pendiri mereka, terutama di negara yang memiliki perlindungan kepentingan pemegang saham minoritas yang lemah.

Penelitian sebelumnya telah meneliti pengaruh dari kontrol keluarga khususnya pada *cash flow sensitifity of cash* perusahaan. Penelitian ini juga ingin melihat apakah *board of commissionaires* berpengaruh sebagai moderasi hubungan. *Kole* (1997) menemukan bahwa *board of commissionaires* perusahaan mampu berperan dalam mengurangi konflik kepentingan dan masalah keagenan antara keluarga dan pemegang saham minoritas. Lebih jauh, *Dahya et al*. (2008)

25

menemukan bahwa nilai tambah dari dewan adalah penting di negara-negara dengan perlindungan hak-hak minoritas yang lemah.

*Family ownership* dan *CEO family member* di dalam perusahaan akan mempengaruhi *cash holding* khususnya pada *cash flow sensitifity of cash*. Kepemilikan keluarga cenderung mengambil alih/*expropriate* konsentrasi kepemilikan pemegang saham minoritas dan investasi jangka panjang (*Morck et al., 1988*). dengan banyak cara misalnya dengan cara menjual aset dari *minority shareholders* ( Cheung *et.al*, 2006). *Burkart et al*. (2003) berpendapat bahwa perusahaan keluarga mampu mengambil keuntungan pribadi dari kontrol melalui kompensasi yang berlebih, transaksi dengan pihak terkait dan dividen khusus.

Selain dipengaruhi oleh *family control*, *cash flow sensitivity of cash* juga dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Pertama, *size*, perusahaan besar cenderung membangun persediaan besar dana tunai karena perusahaan besar tersebut memiliki kemampuan dalam mengumpulkan dana eksternal (*Opler et al., 1999*). *Almeida et al.* (2004) berpendapat bahwa perusahaan besar cenderung menghadapi lebih sedikit kendala keuangan. Sehingga menunjukkan hubungan negatif signifikan antara ukuran perusahaan dan *cash flow sensitivity of cash*.

Faktor kedua adalah *cash flow*. *Cash flow* merupakan sejumlah cadangan dana bebas masuk dan keluar perusahaan yang dipakai perusahaan untuk seluruh aktivitas sehari-hari perusahaan. Tinggi dan rendahnya cadangan dana tunai dimiliki juga tergantung kepada aliran dana bebas masuk dan keluar*.* Jumlah *cash flow* yang relatif berlebih dapat diperuntukan untuk mendanai sejumlah proyek- proyek dengan NPV positif, membayar beban-beban perusahaan, atau digunkan dalam membayar dividen para pemegang saham *(Almeida et al., 2004)*. Melalui alasan tersebut maka dapat dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki *cash flow* besar cenderung memegang kas yang lebih banyak. Sehingga dapat dikatakan besar kecilnya *cash flow* masuk dan keluar berdampak pada peningkatan *cash flow sensitivity of cash* perusahaan.

Faktor ketiga adalah *market to book ratio*. *Market to book ratio* (MTB) merupakan parameter dalam menilai peluang dan prospek pertumbuhan investasi yang akan dilakukan perusahaan. Peluang pertumbuhan investasi secara positif mempengaruhi *cash flow sensitivity of cash/ cash holding* karena mengindikasikan

26

kebutuhan pendanaan yang tinggi dan penghematan uang yang lebih besar pada perusahaan (Opler et al., 1999). Hubungan positif signifikan antara *market to book ratio* dan *cash flow sensitivity of cash/ cash holding*.

Faktor keempat ialah *capital expenditure*. *Capital Expenditure* (Capex) merupakan rasio perbandingan pada pengeluaran bersih dari suatu investasi yang dilakukan perusahaan terhadap total aset. Peningkatan pada *capital expenditure* mengindikasikan level dana tunai/kas yang rendah pada perusahaan (*Boubaker et al*., 2013). Hubungan negatif signifikan antara *capital expenditure* dan *cash flow sensitivity of cash/ cash holding.*

Faktor kelima adalah delta perubahan *net working capital . Net working capital* merupakan bentuk substitusi dari dana cadangan tunai perusahaan. Karena pada saat diperlukan, *Net working capital* dengan cepat dapat dikonversi dalam kebutuhan pembiayaan perusahaan. Sehingga, perusahaan dengan *net working capital* yang tinggi akan cenderung memegang kas dalam jumlah yang sedikit (*Alam et al.,2011*). Sehingga terdapat hubungan negatif antara delta *net working capital* dengan penentuan kebijakan *cash holding* perusahaan. Menurut *Trade Off Theory*, *cash holding* optimum terjadi ketika sudah dihitung perbandingan segala biaya-biaya yang muncul dari memegang dana tunai dengan manfaat yang didapatkan perusahaan.

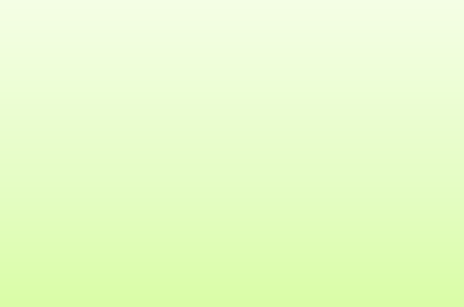
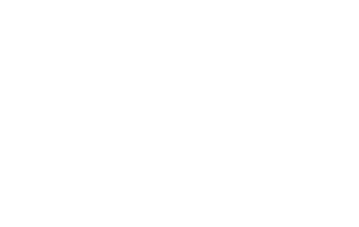
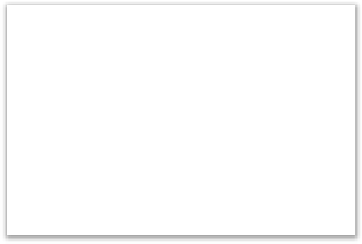
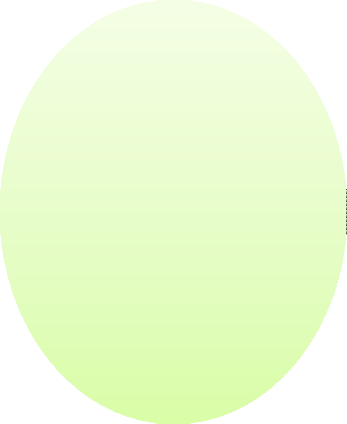
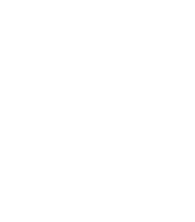
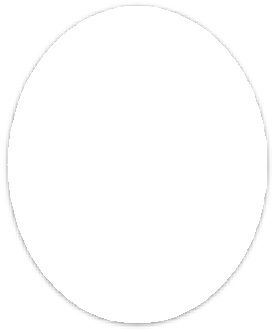
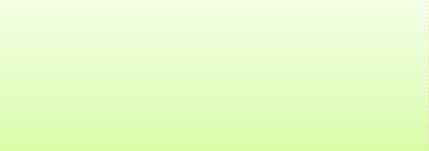
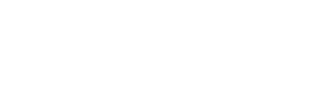
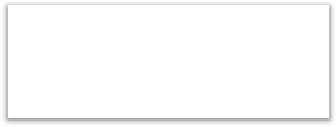
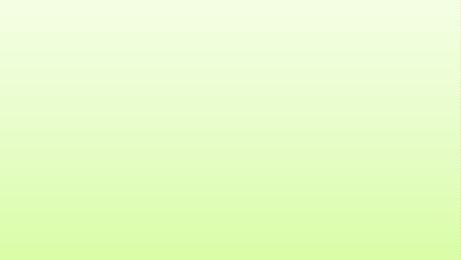
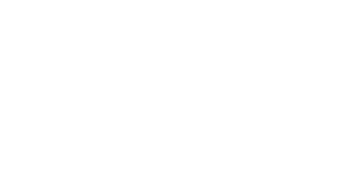
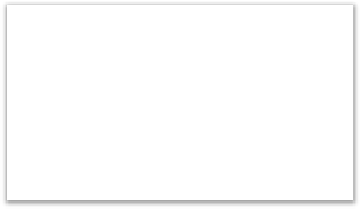
#### Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran konseptual dibentuk dengan tujuan untuk mengetahui panah arah pengaruh tidak langsung *busy directors* terhadap hubungan *family structure* dan *cash flow sensitivity of cash.*

Berikut ini merupakan kerangka pemikiran penelitian disusun dengan kerangka teoritis pada gambar 3.2 :

27

**Gambar 3.2 Kerangka Pemikiran Konseptual**



**Variabel Dependen: *(Financial Constraints)*** *Cash Flow*

*Sensitivity of Cash*

**Variabel Moderasi : (*Board Characteristics*)**

*Busy Directors*

**Variabel Control :**

*Firms Size* (LogTA)

*Cash Flow* (CF) *Market to Book Ratio* (MTB) *Capital Expenditure* (Capex)

*Change in NWC*

**Variabel Independen :**

***(Agency Problem)***

1. *Family Ownership*
2. *CEO Family Member*

#### Pengembangan Hipotesis

##### Family Control dan Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC)

* + - 1. ***Family Ownership pada Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC)***

Telah banyak studi mengenai hubungan keagenan yang terjadi pada perusahaan keluarga dalam skala internasional. Oleh karena itu, *La Porte et al.* (1999) dan *Masulis et al.* (2011) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan keluarga menghadapi permasalahan keagenan, khusususnya pada negara dengan karakteristik perlindungan hak pemegang saham yang cenderung lemah.

Konflik kepentingan yang terjadi antara keluarga dan pemegang saham minoritas mengarahkan keluarga untuk mengalihkan kekayaan perusahaan, termasuk aset yang liquid didalamnya dalam upaya meningkatkan keuntungan pribadi mereka. Dari teori agensi perspektif, peningkatan cadangan kas dan dana tunai menunjukkan perilaku oportunistik manajemen (*Jensen*, 1986). Aset-aset tersebut cenderung lebih mudah diubah menjadi keuntungan pribadi. Misalnya, aset berupa sejumlah cadangan dana tunai dapat segera diinvestasikan dalam proyek- proyek yang lebih bermanfaat bagi keluarga di perusahaan. Literatur sebelumnya,

28

berdasarkan teori arus kas bebas, menyelidiki hubungan antara penghematan dana tunai dan biaya agensi. *Dittmar et al*. (2003) berpendapat bahwa perusahaan dengan biaya agensi tinggi memiliki kecenderungan untuk memegang sejumlah besar dana tunai.

Dari sisi lain, masalah keagenan pada perusahaan keluarga mampu mempengaruhi permintaan akan sejumlah dana tunai dan memperburuk pendanaan biaya eksternal perusahaan dengan meningkatknya *financial constraints* (Jensen dan Meckling, 1976). *La Porta et al*. (1997) menunjukkan bahwa masalah keagenan sangat berhubungan erat dengan penurunan kemampuan perusahaan dalam mengakses pembiayaan eksternal disebabkan investor menghadapi risiko pengambilalihan yang cukup tinggi oleh pemegang saham pengendali. *Opler et al.* (1999) menjelaskan bahwa *financial constraints* /kendala keuangan perusahaan meningkat melalui biaya agensi dan permasalahan asimetri informasi. Sehingga, *financial constraints* yang ditimbulkan oleh masalah keagenan mampu meningkatkan permintaan dana tunai perusahaan keluarga. *Opler et al.* (1999) dan *Bates et al.* (2009) menunjukkan bahwa perusahaan yang menghadapi masalah pendanaan dan kesulitan dalam akses modal eksternal cenderung memiliki dan memegang lebih banyak dana tunai untuk mengatasi *financial constraints*. Selain itu, *Almeida et al*. (2004) dan *Khurana et al*. (2006) menunjukkan bahwa sensitivitas kas terhadap *cash flows* berhubungan negatif dengan ketersediaan modal eksternal.

Lebih jauh, *financial constraints* yang tinggi pada *cash flow sensitivity of cash (CFSC)* dapat disebabkan oleh permasalahan keagenan yang serius pada struktur kepemilikan keluarga di dalam perusahaan. Sebagai contoh, parameter ukuran dalam *cash flow sensitivity of cash (CFSC)*, setiap kenaikan 1 poin dari total aset perusahaan maka akan diikuti dengan kenaikan 10 poin dari delta perubahan kas dan setara kas yang dimiliki. Sehingga, setiap angka dari kenaikan kas dan setara kas tersebut menyebabkan kecenderungan perusahaan-perusahaan khususnya pada group keluarga untuk menimbunnya sebagai dana cadangan tunai, mengakibatkan perusahaan-perusahaan tersebut sulit dalam mendapatkan *external financing* dan melakukan alokasi investasi pada instrument saham dan obligasi.

29

Sehingga berdasarkan argumen diatas, risiko pengambilalihan kepentingan minoritas dan masalah pendanaan keuangan eksternal yang tinggi dengan masalah keagenan pada perusahaan keluarga menggiring perusahaan untuk menghemat lebih banyak dana dari arus kas operasi daripada perusahaan non-keluarga. Parameter *family ownership* dalam kajian ini menggunakan persentase (%) unsur kepemilikan keluarga pada saham mayoritas perusahaan publik. Maka, hipotesis dari penelitian ini adalah

**H1. *Familiy Ownership* berpengaruh positif terhadap *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC) sektor manufaktur.**

##### CEO Family Member pada Cash Flow Sensitifity of Cash (CFSC)

Keluarga dapat meningkatkan kekuatan mereka di perusahaan dengan menunjuk anggota keluarga pada posisi CEO. Masalah keagenan meningkat, karena tidak ada pemisahan antara kontrol dan manajemen. Dalam hal ini, *La Porta et al*. (1999) dan *Burkart et al*. (2003) menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan keluarga di seluruh dunia dijalankan oleh anggota keluarga. Mereka berpendapat bahwa perusahaan milik keluarga di mana CEO adalah anggota keluarga lebih peduli dengan *expropriation risk*. Perilaku memegang sejumlah dana tunai dari perusahaan-perusahaan ini dapat membuat mereka mengekstraksi manfaat pribadi dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham minoritas.

*Kalcheva* (2007) berpendapat bahwa perusahaan di mana CEO adalah pemegang saham pengendali atau anggota keluarga memiliki dan memegang lebih banyak dana tunai, mengingat biaya agensi tinggi dan masalah keuangan yang ditimbulkan oleh perusahaan-perusahaan tersebut. Dari pendapat diatas menunjukkan bahwa terdapat peningkatan *cash flow sensitivity of cash* (CFSC) pada perusahaan-perusahaan milik keluarga dimana CEO perusahaan adalah anggota keluarga. Berdasarkan argumen diatas maka hipotesis dari penelitian ini ialah

**H2. Anggota keluarga yang menjadi CEO perusahaan berpengaruh positif terhadap *cash flow sensitivity of cash* (CFSC) sektor manufaktur.**

30

* + 1. **Efek Moderasi dari *busy directors***
       1. ***Busy Directors* pada hubungan *family control* dan *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC) sektor manufaktur**

*Busy directors* didefinisikan sebagai dewan komisaris yang memiliki posisi atau memegang jabatan komisaris lebih dari dua jabatan komisari secara bersamaan. *Cashman, Gillan, and Jun (2012)* menjelaskan dalam studinya bahwa *busy directors* ini secara umum tidaklah sama. Sehingga faktor spesifik kontekstualnya meliputi karakteristik perusahaan, lingkungan operasi perusahaan, insentif jajaran direksi dan komisaris, persepsi direktur dan komisaris tentang pentingnya jabatan dewan mampu mempengaruhi aktivitas sosial dan koneksi profesionalnya, perilaku, keputusan (baik keputusan dalam melakukan investasi maupun keputusan untuk memegang kas tunai), hingga penciptaan nilai perusahaan. Karekteristik dan atribut pada *busy directors* ini dipandang sebagai salah satu cara yang efektif perusahaan untuk memperluas koneksi pada pihak eksternal dan sarana dalam meningkatkan citra serta *brand image* perusahaan.

Berdasarkan pada aturan OJK 33/POJK No 04/2014 Pasal 6 dijelaskan anggota dewan perusahaan khsusunya pada sektor *non financial* dapat menjabat secara bersamaan pada posisi dewan diperusahaan lain atau rangkap jabatan : a) Anggota Dewan Direksi dapat merangkap jabatan paling banyak untuk 1 (satu) Perusahaan Publik lain; b) Anggota Dewan Komisaris dapat merangkap paling banyak untuk 3 (tiga) Perusahaan Publik lain ; dan/atau c) Anggota komite dapat merangkap paling banyak untuk 5 (lima) komite di Perusahaan Publik dimana yang bersangkutan juga menjabat sebagai anggota Direksi ataupun Dewan Komisaris. Berdasarkan peraturan tersebut, penelitian ini membatasi konteks *busy directors* pada peran dan tugas *Board of Commisionaires* (BOC) yang merangkap jabatan untuk perusahaan publik lain. Hal tersebut dilakukan mengingat peran dan sumbangsih komisaris sebagai fungsi non eksekutif pada struktur *two tier* sangat signifikan dalam mengawasi kegiatan perusahaan. Sementara pada *sektor financial* seperti industri perbankan, OJK mengatur kembali pada aturan nomor 18/POJK.03/2014 rangkap jabatan direksi dan komisaris akan dibatasi, terdapat kriteria tertentu yang kemudian akan disesuaikan dengan ukuran dari industri keuangan tersebut.

31

Berdasarkan pada penelitian-penelitian terdahulu, implikasi yang akan muncul pada negara-negara besar seperti Perancis dimana konsentrasi kepemilikan tersebar adalah perusahaan-perusahaan keluarga di negara tersebut bertendensi dalam melakukan expropriasi / perampasan kepentingan *minority shareholders* dengan kekuatan *political expropriation* yang dimiliki dalam wujud pengambilan keputusan investasi melalui wujud perilaku-perilaku memegang dana tunai perusahaan. Sementara pada konteks negara Indonesia, dimana struktur konsentrasi kepemilikan terkonsentrasi, maka setiap keputusan masih akan dikendalikan oleh mayoritas grup konglomerasi sebagai pemegang saham mayoritas. Sehingga exproriasi juga masih mungkin akan terus terjadi didalam perusahaan. Namun demikian, melalui kualitas karakteristik yang kuat pada dewan seperti *busy directors,* hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan perilaku dalam memegang dana tunai menjadi negatif di negara tersebut, hal ini menunjukkan bahwa kualitas pada dewan merupakan bentuk alat *corporate governance* yang efisien dalam mengawasi keputusan-keputusan keluarga dalam perusahaan. Disatu sisi, terdapat hal negatif yang bisa terjadi, rangkap jabatan komisaris dapat menimbulkan kekhawatiran pada kinerja perusahaan karena dianggap rangkap jabatan akan membuat anggota komisaris menjadi terlalu sibuk di tempat lain sehingga kualitas pengawasan menjadi kurang optimal.

Sehingga, penelitian ini akan mengkaji lebih dalam dan melihat seberapa besar pengaruh *busy directors* untuk mampu menjelaskan hubungan antara *family control* dan *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC) khususnya pada perusahaan- perusahaan sektor manufaktur di Indonesia.

**H3. *Busy directors* memperlemah hubungan *Family Structure* dan *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC) sektor manufaktur.**

#### Model Penelitian

Tahap penelitian selanjutnya adalah menetukan model dalam penelitian. Model dalam penelitian ini merupakan pengembangan dari model Guizani *et.al* ( 2018) yang meneliti pengaruh *family structure/kontrol* perusahaan terhadap *cash flow sensitivity of cash* (CFSC) perusahaan. Kemudian *busy directors* merupakan bentuk pengaruh tidak langsung pada model penelitian.

32

Model yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan 2 model regresi data panel untuk menguji 3 hipotesis penelitian. Penelitian ini menggunakan model turunan yang berasal dari *Almeida et al.* (2004), berupa hubungan antara *operating cash flow dam cash flow sensitivity of cash.* Pertama, hubungan antara *family control* (family ownership dan *CEO family member ownership*) dengan *cash flow sensitivity of cash.* Kedua, pengaruh tidak langsung *busy directors* terhadap hubungan struktur kepemilikan keluarga dan *cash flow sensitivity of cash*. Sehingga, model penelitian 1 menguji pengaruh dari *family control* pada terhadap *cash flow sensitivity of cash* (CFSC) pada hipotesis 1 dan hipotesis 2. Sementara, persamaan model 2 merupakan persamaan linier untuk menguji pengaruh variabel moderasi *busy directors* perusahaan pada hipotesis 3.

Model persamaan 1 mencerminkan hipotesis 1 dan hipotesis 2 penelitian dan menggunakan regresi persamaan linier berikut :

𝐶𝐹𝑆𝐶𝑖𝑡 = 𝛼0 + 𝛼1𝐶𝐹𝑖𝑡 + 𝛼2𝐹𝑎𝑚𝑖𝑙𝑦 𝑂𝑤𝑛𝑖𝑡 + 𝛼3𝐶𝐸𝑂𝐹𝑎𝑚𝑀𝑒𝑚𝑏𝑖𝑡 +

𝛼4𝐿𝑜𝑔 𝑇𝐴𝑖𝑡 + 𝛼5𝑀𝑇𝐵𝑖𝑡 + 𝛼6𝐶𝑎𝑝𝑒𝑥𝑖𝑡 + 𝛼7𝑁𝑊𝐶𝑖𝑡 + 𝜀𝑖𝑡

Berikut ini dipaparkan juga ringkasan dari hipotesis penelitian empiris ini. Ringkasan Hipotesis Model 1

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **OLS** | **Variabel Dependen** | **Variabel Independen** | **Hipotesis** |
| 1. | *CFSC* | *CF* | + |
| 2. | *CFSC* | *Family Ownership* | + |
| 3. | *CFSC* | *CEO Family Member* | + |
| 4. | *CFSC* | *LogTA* | - |
| 5. | *CFSC* | *MTB* | + |
| 6. | *CFSC* | *Capex* | - |
| 7. | *CFSC* | *NWC* | - |

*Source* : *Literature* Penulis

Model penelitian 2 mencerminkan dari hipotesis 3 penelitian dan menggunakan regresi persamaan linier berikut :

𝐶𝐹𝑆𝐶𝑖𝑡 = 𝛼0 + 𝛼1𝐶𝐹𝑖𝑡 + 𝛼2𝐵𝑢𝑠𝑦𝐷𝑖𝑟𝑖𝑡 + 𝛼3𝐹𝑎𝑚𝑖𝑙𝑦𝑂𝑤𝑛𝑖𝑡 +

𝛼4𝐶𝐸𝑂𝐹𝑎𝑚𝑀𝑒𝑚𝑏𝑖𝑡 + 𝛼5𝐹𝑎𝑚𝑖𝑙𝑦𝑂𝑤𝑛𝑖𝑡 ∗ 𝐵𝑢𝑠𝑦𝐷𝑖𝑟𝑖𝑡 +

𝛼6𝐶𝐸𝑂𝐹𝑎𝑚𝑀𝑒𝑚𝑏𝑖𝑡 ∗ 𝐵𝑢𝑠𝑦𝐷𝑖𝑟𝑖𝑡 + 𝛼7𝐿𝑜𝑔𝑇𝐴𝑖𝑡 + 𝛼8𝑀𝑇𝐵𝑖𝑡+ 𝛼9𝐶𝑎𝑝𝑒𝑥𝑖𝑡

+ 𝛼10𝑁𝑊𝐶𝑖𝑡 + 𝜀𝑖𝑡

33

Berikut ini disajikan juga ringkasan dari hipotesis dengan menggunakan variabel moderasi penelitian.

Ringkasan Hipotesis Model 2

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **OLS** | **Variabel Dependen** | **Variabel Independen** | **Hipotesis** |
| 1. | *CFSC* | CF | + |
| 2. | *CFSC* | *Busy Directors* | + |
| 3. | *CFSC* | *Family Ownership* | + |
| 4. | *CFSC* | *CEO Family Member* | + |
| 5. | *CFSC* | *Family Ownership\* Busy*  *Directors* | - |
| 6. | *CFSC* | *CEO Family Member\* Busy*  *Directors* | - |
| 7. | *CFSC* | *LogTA* | - |
| 8. | *CFSC* | *MTB* | + |
| 9. | *CFSC* | *Capex* | - |
| 10. | *CFSC* | *NWC* | - |

*Source* : *Literature* Penulis

Dimana :

𝐶𝐹𝑆𝐶𝑖𝑡 : *Cash flow sensitivity of cash* adalah perubahan yang terjadi pada kas dan setara kas terhadap total aset pada perusahaan i pada periode t.

𝐶𝐹𝑖𝑡 : *Cash flow*s yang berasal dari kegiatan operasi perusahaan pada perusahaan i pada periode t.

𝐹𝑎𝑚𝑖𝑙𝑦𝑂𝑤𝑛𝑖𝑡 : Berupa *family ownership* yang berasal dari persentase konsentrasi kepemilikan anggota keluarga

𝐶𝐸𝑂𝐹𝑎𝑚𝑀𝑒𝑚𝑏𝑖𝑡: Berupa *dummy variable* (CEO) dengan nilai 1 apabila CEO merupakan anggota keluarga dan 0 jika tidak

𝐵𝑢𝑠𝑦𝐷𝑖𝑟𝑒𝑐𝑡𝑜𝑟𝑠𝑖𝑡 : Karakteristik dewan berupa *busy directors* atau rangkap jabatan komisaris pada perusahaan i diantara periode t.

𝐿𝑜𝑔 𝑇𝐴𝑖𝑡 *: Firm size* berupa *total assets* pada perusahaan i diantara periode t. Nilai dari *total assets* akan ditanformasi menjadi *natural logaritma.*

𝑀𝑇𝐵𝑖𝑡 : *Market to book ratio* pada perusahaan i diantara periode t.

𝐶𝑎𝑝𝑒𝑥𝑖𝑡 : Rasio dari pengeluaran investasi bersih terhadap total aset pada perusahaan i diantara periode t.

34

𝑁𝑊𝐶𝑖𝑡 : Perubahan pada *net working capital* pada perusahaan i diantara periode t.

𝛼0 : Konstanta dari persamaan.

𝛼1 hingga 𝛼9 : Koefisien dari variabel penjelas.

𝜀𝑖𝑡 : Variabel lain yang mempengaruhi *cash flow sensitivity of cash*

(CFSC).

Pada persamaan regresi 2 model diatas, koefisien 𝛼 menunjukkan seberapa besar variabel independen secara bersama-sama mampu menjelaskan variabel dependen. Maka dibutuhkan probabilitas untuk melihat tingkat signifikansi dari setiap variabel-variabel. Jika probabilitas bernilai kurang dari 1%, 5%, dan 10% pada level signifikansi maka secara bersama-sama variabel independen dan moderasi tersebut mampu menjelaskan secara signifikan variabel dependen penelitian. Sebaliknya, Jika probabilitas bernilai lebih dari 1%, 5%, dan 10% pada level signifikansi maka secara bersama-sama variabel independen dan moderasi tersebut tidak mampu menjelaskan secara signifikan variabel dependen penelitian.

Analisis yang digunakan dalam penelitian emprikal ini berupa analisis panel data. Panel data merupakan jenis data gabungan dari *time series* dan *cross sectional data*. Data yang digunakan dalam penelitian ini termasuk kategori data *time series* karena periode penelitian berasal dari tahun 2013 hingga 2017 dan termasuk dalam *cross sectional data* karena pada setiap tahun periode penelitian terdapat data *Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC),Firms Size (LogTA), Cash Flow, Market to Book Ratio (MTB), Capital Expenditure (Capex), Changes in NWC, Family Ownership (FamOwn) dan CEO family member* perusahaan, serta atribut moderasi *Busy Directors*. Penelitian empiris ini menggunakan GLS dan PLS (*Pooled Least Square*) dalam melakukan uji analisisnya dimana data digabung menjadi satu kemudian didapatkan satu persamaan linier regresi penelitian.

#### Definisi Variabel Operasional

Pada tahapan ini berisikan definisi setiap variabel yang dipakai dalam penelitian terdiri dari variabel independen dan dependen. Variabel yang digunakan ini terbentuk atas dasar kerangka konseptual, tujuan, dan hipotesis dari penelitian. Definisi dari operasional adalah arti yang digunakan pada variabel dengan memberi

35

spesifikasi kegiatan dan memberikan makna atau memberikan suatu parameter operasional yang dibutuhkan dalam pengukuran variabel tersebut. Definisi operasional tersebut diperlukan agar menghilangkan bias yang akan terjadi. Berikut ini merupakan variabel-variabel beserta *proxy/*parameter yang digunakan dalam pengukuran dan perhitungannya :

#### Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang sifatnya dipengaruhi oleh variabel- variabel lainnya atau yang menjadi akibat dari adanya variabel independen. Sehingga variabel dependen penelitian ini adalah *cash flow sensitivity of cash* yang merupakan bentuk dari kendala keuangan (*financial constraints*).

##### Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC)

Menurut Almeida et al. (2004) kecenderungan perusahaan berfokus untuk menghemat *cash flows* dari dana tunainya. Banyak penelitian membuktikan bahwa banyak perusahaan yang lebih menyukai untuk menghemat uang dari *cash flows* kegiatan operasinya ketika perusahaan dihadapkan dengan masalah pendanaan externalnya untuk melakukan investasi dimasa depan. Sehingga, *cash flow sensitivity of cash* ini bermakna setiap kenaikan 1 poin pada jumlah total aset yang dimiliki perusahaan mengakibatkan sensitivitas kenaikan 10 poin pada kas dan setara kas yang dimiliki.

Pengukuran *cash flow sensitivity of cash*:

𝐶𝐹𝑆𝐶 =

∆ 𝑖𝑛 𝐶𝑎𝑠ℎ 𝑎𝑛𝑑 𝐶𝑎𝑠ℎ 𝐸𝑞𝑢𝑖𝑣𝑎𝑙𝑒𝑛𝑡𝑠 (3.1)

𝑇𝑜𝑡𝑎𝑙 𝐴𝑠𝑠𝑒𝑡𝑠

#### Variabel Independen

Variabel independen merupakan variabel yang bersifat mempengaruhi variabel dependen, baik secara negatif dan positif (Sekaran, 2009). Variabel independen dalam kajian dan penelitian ini adalah *Family Control (Family Ownership* dan *CEO Family Member.* Kedua variabel ini merupakan bentuk dari konsentrasi kepemilikan individu yang ada dalam perusahaan.

##### Family Structure

36

Parameter dalam mengukur kontrol pada keluarga dalam perusahaan. *Family structure* merupakan bentuk dan cerminan dari permasalahan keagenan yang dihadapi. Pada penelitian ini, *family structure* terbagi menjadi dua kategori yakni *family ownership* dan *CEO family member* perusahaan keluarga.

1. *Family Ownership*

Merupakan konsentrasi persentase dari hak kontrol yang dipegang anggota keluarga dalam perusahaan.

*Family Onwership (FamOwn*) = % *of family control rights* (3.2)

1. *CEO family member*

Merupakan dummy variable dengan nilai 1 apabila CEO merupakan anggota keluarga yang mengontrol hak dan apabila sebaliknya.

*CEO family member* (CEOFam) = *1 if CEO is family otherwise 0 if not* (3.3)

#### Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalahvariabel yang bersifat mempengaruhi variabel dependen, baik secara negatif dan positif (Sekaran, 2009). Variabel kontrol dalam kajian dan penelitian ini adalah *Firms Size, Cash Flow, Market to Book Ratio, Capital Expenditure,* dan *Change in NWC.*

##### Firms Size

Perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung kurang baik dalam mengelola cadangan dana tunai/kas dikarenakan oleh perusahaan besar tersebut memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mendapatkan pendanaan eksternal

/*external funds* (Opler et al., 1999). Menurut Almeida et al. (2004) perusahaan besar cenderung menghadapi tekanan yang rendah ketika dihadapkan pada *financial distress*. Sehingga, terdapat hubungan pengaruh yang negatif antara ukuran perusahaan dan *cash flow sensitivity of cash*.

Pengukuran *Firm’s Size* :

### 𝐹𝑖𝑟𝑚𝑠 𝑆𝑖𝑧𝑒 (𝐿𝑜𝑔 𝑇𝐴) =

𝑁𝑎𝑡𝑢𝑟𝑎𝑙 𝐿𝑜𝑔 𝑜𝑓 𝐴𝑠𝑠𝑒𝑡𝑠…………………..(3.4)

37

##### 3.5.2.3 Cash Flow

Apabila *cash flow* operasional tinggi maka perusahaan cenderung untuk menggunakan dalam membiayai berbagai proyek baru yang lebih menguntungkan, untuk membayar kewajiban yang muncul, untuk membayar dividen, dan sisanya untuk ditahan sebagai kas. Sehingga, terdapat hubungan pengaruh yang positif antara *cash flow* dan *cash flow sensitivity of cash*.

Pengukuran *Cash Flow* :

*Cash Flow (CF)* = *EAT + Depreciation* (3.5)

##### Market to Book Ratio

Meupakan parameter dalam kesempatan investasi dan prospek pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan pada kesempatan investasi secara postif mempengaruhi *cash flow sensitivity of cash* perusahaan karena merupakan indikasi kebutuhan pendanaan yang besar dan indikasi penghematan uang yang besar (Opler et al., 1999). Berdasarkan hal tersebut, terdapat hubungan pengaruh yang positif antara *market to book ratio* dan *cash flow sensitivity of cash*.

Pengukuran *Market to Book Ratio* (MTB):

𝑇ℎ𝑒 𝑀𝑎𝑟𝑘𝑒𝑡 𝑡𝑜 𝐵𝑜𝑜𝑘 𝑅𝑎𝑡𝑖𝑜(𝑀𝑇𝐵) =

𝐶𝑜𝑚𝑚𝑜𝑛 𝑆ℎ𝑎𝑟𝑒ℎ𝑜𝑙𝑑𝑒𝑟′𝑠 𝐸𝑞𝑢𝑖𝑡𝑦 (3.6)

𝑀𝑎𝑟𝑘𝑒𝑡 𝐶𝑎𝑝𝑖𝑡𝑎𝑙𝑖𝑧𝑎𝑡𝑖𝑜𝑛

##### Capital Expenditure

Merupakan rasio yang menunjukkan dari pengeluaran investasi bersih pada total aset perusahaan. Peningkatan pada *capital expenditure* perusahaan mengindikasikan rendahnya tingkat kas yang dimiliki perusahaan (Boubaker et al., 2013). Sehingga, terdapat hubungan yang negatif antara *capital expenditure* dan *cash flow sensitivity of cash*.

Pengukuran *Capital Expenditure (Capex)* :

𝐶𝑎𝑝𝑖𝑡𝑎𝑙 𝐸𝑥𝑝𝑒𝑛𝑑𝑖𝑡𝑢𝑟𝑒 (𝐶𝑎𝑝𝑒𝑥) =

𝑁𝑒𝑡 𝐼𝑛𝑣𝑒𝑠𝑡𝑚𝑒𝑛𝑡 𝐸𝑥𝑝𝑒𝑛𝑑𝑖𝑡𝑢𝑟𝑒..…………...…(3.7)

𝑇𝑜𝑡𝑎𝑙 𝐴𝑠𝑠𝑒𝑡𝑠

38

##### Change in Net Working Capital (∆NWC)

Merupakan bentuk dari substitusi kas perusahaan, sehingga berhubungan negatif dengan *cash holding* (Opler et al., 1999).

Pengukuran *Change in Net Working Capital* :

*Change in Net Working Capital (*NWC) *=* ∆ *Change in NWC* (3.8)

* + 1. **Variabel Moderasi**

Variabel moderasi merupakan variabel yang mempengaruhi secara tidak langsung pada model agar pengaruh dari seluruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor lain dari luar yang tidak diteliti. Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah karakteristik dari dewan perusahaan yaitu *busy directors*. Terdapat karakteristik dari *busy directors* sebuah perusahaan, yakni :

##### Busy Directors

Merupakan indikator jumlah komisaris perusahaan yang menjabat pada lebih dari satu posisi dewan perusahaan lain secara bersamaan..

Pengukuran *Busy Directors* :

Busy directors = *Dichotomous variable* = *1 if Busy Directors exist and* = 0 if not (3.9)

39

#### Tabel 3.1 Ringkasan Variabel-Variabel Penelitian

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **No.** | **Variabel** | **Teori dan Definisi** | **Parameter Pengukuran** |
| **Variabel Dependen** | | | |
| 1 | *Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC)* | Menurut (Almeida et al., 2004) merupakan delta/perubahan pada kas dan setara kas perusahaan terhadap total asset yang dimiliki. Berarti, setiap kenaikan 1 poin pada aset yang dimiliki  menyebabkan kenaikan pada 10 poin kas dan setara kas yang dimiliki. | 𝐶𝐹𝑆𝐶  ∆ 𝑖𝑛 𝐶𝑎𝑠ℎ 𝑎𝑛𝑑 𝐶𝑎𝑠ℎ 𝐸𝑞𝑢𝑖𝑣𝑎𝑙𝑒𝑛𝑡𝑠  =  𝑇𝑜𝑡𝑎𝑙 𝐴𝑠𝑠𝑒𝑡𝑠 |
| **Variabel Independen (*Family Structure)*** | | | |
| 2 | *Family Ownership* | Menurut (Almeida et al., 2004) diukur melalui persentase kepemilikan dari hak kontrol yang dipegang anggota  keluarga dalam perusahaan. | *Family Onwership (FamOwn*)  = % *of family control rights* |
| 3 | *CEO*  *Family Member* | Menurut (Almeida et al., 2004) diukur dengan parameter *dummy*, bernilai 1 apabila CEO perusahaan merupakan anggota keluarga yang mengontrol aktivitas sehari-hari perusahaan dan 0 apabila sebaliknya. | *CEO family member* (CEOFam)  = *1 if CEO is family member otherwise 0 if not* |

40

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Variabel Kontrol** | | | |
| 4 | *Firms Size* | Menurut (Almeida et al., 2004) merupakan parameter ukuran besar atau kecilnya perusahaan sehingga mampu memberikan gambaran kondisi *financial distress* yang sedang dihadapi. | 𝐹𝑖𝑟𝑚𝑠 𝑆𝑖𝑧𝑒 (𝐿𝑜𝑔 𝑇𝐴)  = 𝑁𝑎𝑡𝑢𝑟𝑎𝑙 𝐿𝑜𝑔 𝑜𝑓 𝐴𝑠𝑠𝑒𝑡𝑠 |
| 5 | *Cash Flows* | Menurut (Boubaker et al., 2013) adalah *cash flows* yang diperoleh dari aktivitas operasional perusahaan yang dukur dengan menggunakan pendekatan *bottom up* yakni *net income*  ditambahkan dengan depresiasi. | *Cash Flow (CF)*  = *EAT + Depreciation* |
| 6 | *Market to Book Ratio* | Merupakan *proxy* atau parameter yang dijadikan perusahaan dalam menilai kesempatan berinvestasi dan prospek pertumbuhan (Opler et al., 1999). | 𝑇ℎ𝑒 𝑀𝑎𝑟𝑘𝑒𝑡 𝑡𝑜 𝐵𝑜𝑜𝑘 𝑅𝑎𝑡𝑖𝑜(𝑀𝑇𝐵)  𝐶𝑜𝑚𝑚𝑜𝑛 𝑆ℎ𝑎𝑟𝑒ℎ𝑜𝑙𝑑𝑒𝑟′𝑠 𝐸𝑞𝑢𝑖𝑡𝑦  =  𝑀𝑎𝑟𝑘𝑒𝑡 𝐶𝑎𝑝𝑖𝑡𝑎𝑙𝑖𝑧𝑎𝑡𝑖𝑜𝑛 |
| 7 | *Capital Expenditure* | Menurut (Boubaker et al., 2013) merupakan rasio yang menunjukkan dari pengeluaran investasi bersih pada total aset perusahaan. | 𝐶𝑎𝑝𝑖𝑡𝑎𝑙 𝐸𝑥𝑝𝑒𝑛𝑑𝑖𝑡𝑢𝑟𝑒 (𝐶𝑎𝑝𝑒𝑥)  𝑁𝑒𝑡 𝐼𝑛𝑣𝑒𝑠𝑡𝑚𝑒𝑛𝑡 𝐸𝑥𝑝𝑒𝑛𝑑𝑖𝑡𝑢𝑟𝑒  =  𝑇𝑜𝑡𝑎𝑙 𝐴𝑠𝑠𝑒𝑡𝑠 |

41

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 8 | *Change in NWC* | Perubahan pada *Net Working Capital* digunakan sebagai susbtitusi kas/dana tunai bagi perusahaan (Opler et al., 1999). | *Change in Net Working Capital*  *=* ∆ *Change in NWC* |
| **Variabel Moderasi (Karakteristik Dewan Perusahaan - *Busy Directors*)** | | | |
| 9 | *Busy Directors* | Merupakan indikator jumlah dewan perusahaan yang menjabat sebagai komisaris dibanyak perusahaan lain secara bersamaan atau rangkap jabatan (Feris et al., 2003). | *Busy Directors*  = *Dichotomous variable* = *1 if Busy directors exist and* = 0 if not |

*Source* : *Literature* Penulis

#### Pengumpulan Data

* + 1. **Unit Analisis dan Populasi**

Unit data-data yang disusun pada kajian ini adalah data sekunder yang didapatkan dari berbagai sumber terpercaya seperti *Annual Report, Financial Report* IDX, *Eikons Thomson Reuters*, PDEB. Dalam kajian ini sampel yang dipakai ialah seluruh perusahaan publik pada sektor manufaktur yang tercatat dan *listing* di lantai bursa.

#### Teknik Pengambilan Sampling

Kajian dan riset empiris ini memakai populasi data dari perusahaan- perusahaan publik pada sektor manufaktur yang tercatat di bursa efek. Selanjutnya, teknik yang digunakan dalam pengambilan sampel penelitian ini adalah *purposive sampling*, teknik ini merupakan metode dalam pemilihan sampel yang tidak *random* informasinya melalui pertimbangan-pertimbangan tertentu. Kriteria tertentu dalam pemilihan sampel akan dipaparkan selanjutnya.

42

#### Kriteria Data

Kriteria data pada pemilihan sampel riset yang digunakan adalah:

1. Perusahaan-perusahaan publik khususnya pada sektor manufaktur secara aktif memiliki saham di bursa efek pada periode pengamatan yakni 2013 hingga tahun 2017.
2. Perusahaan dengan skala/pertumbuhan yang relatif tinggi, perusahaan publik dengan skala rendah, serta perusahaan *public* yang melakukan *disclosure* lengkap *annual* dan *financial report*.
3. Secara periodik memberikan laporan tahunan dan keuangan lengkap kepada bursa efek dan melaporkannya secara lengkap pada publik.
4. Mempunyai kelengkapan data yang dibutuhkan.

#### Pengolahan Data

Pengolahan data-data penelitian pada tesis empiris ini memakai sejumlah perangkat statistik keuangan yakni:

1. *Microsoft Excel* 2010 dipakai dalam estimasi dan perhitungan seluruh variabel terkait dalam penelitian.
2. *SPSS, Stata, dan Eviews 8* yang dipakai untuk memperoleh output analisa desktiptif regresi persamaan, pengujian hipotesis,serta asumsi klasik.

#### Teknik Analitikal Data

#### Analisis Statistik Deskriptif

Analisis ini dipakai untuk menghitung semua variabel dependen, independen, serta moderasi dalam penelitian. Didalamnya berisikan nilai statistik dari rmean, median, kurtosis, standar deviasi, nilai minumum, nilai maksimum.

* + 1. **Model *GLS***

Menurut Nachrowi (2006) Model *Generalised Least Square* (GLS) adalah bagian dari permodelan *least square* atau disebut juga sebagai sebagai metode kuadrat tertimbang. Metode ini merupakan metode yang dirancang untuk mengatasi permasalahan heteroskedastisitas pada data.

43

* + 1. **Model *Pooled Ordinary Least Square* (PLS)**

Dalam PLS analisis, masing-masing *firm* mempunyai koefisen dan *slope* yang bernilai sama. Oleh karena hal tersebut, konstanta pada α adalah sama/konstan pada data *cross section* dan output regresi panel data yang dihasilkan berlaku bagi tiap-tiap perusahaan.

* + 1. **Model *Fixed Effect* (FEM)**

Intersep pada panel data model mampu dibedakan antara tiap individu, disebabkan masing-masing individu pada *cross* tersebut memiliki karakteristik tertentu. Untuk mengetahui perbedaan dalam intersepnya maka dapat menggunakan variable d*ummy*. Untuk mengetahui model yang tepat antara FEM atau PLS, maka estimasi akan memekai uji *Chow* dalam perhitungan model persamaanya. Dalam metode FEM ini memunculkan kemungkinan-kemungkinan:

* Semua koefisien konstan berdasarkan waktu dan individu
* Intersep berbeda tetapi koefisien pada slope tetap bernilai sama berdasarkan pada i tiap individu dan t tiap waktu
* Semua intersep dan *slope koefisien* berbeda berdasarkan i tiap individu
* Semua intersep dan *slope koefisien* berbeda antar i tiap individu dan t tiap waktu

Model dalam metode FEM ini yaitu :

Yit = α + 𝛽𝑋it + γ2𝑤2𝑡 + γ3𝑤3𝑡+. . +γ𝑛𝑤𝑁𝑡 + 𝛿2𝑍𝑖2 + 𝛿2𝑍𝑖2 + 𝛿𝑇𝑍𝑖𝑇 + εit (3.6)

Keterangan :

Xit merupakan variabel bebas pada pada masing-masing waktu ke-t dan individu ke-i

Yit merupakan variabel terikat pada masing-masing waktu ke-t dan individu ke-i

*W*it dan *Z*it adalah bentuk dari variabel *dummy*:

*W*it = 1 ; pada masing-masing individu i, i =1,2,…,N

= 0 ; diluarnya.

*Z*it = 1 ; pada masing-masing individu i, i =1,2,…,T

= 0 ; diluarnya.

44

* + 1. **Model *Random Effect Model* (REM)**

Bila pada FEM terdapat perbedaaan pada masing-masing waktu dan individu yang ditunjukkan melalui *intercept*, berbeda dengan model REM ini, perbedaan itu akan digambarkan melalui *error*. Teknik ini menghitung *error* akan mungkin berkolerasi pada *cross section* dan *time series* data*.* Melalui pendekatan model *REM*, intersep bernilai tidak konstan setiap waktu, namun berupa peubah *random* dengan suatu nilai *mean*. Waktu serta karakteristik yang tidak sama akan digambarkan melalui *error* pada model. Model REM juga dikenal sebagai *Error Components.* Dua kompenen yang memiliki sumbangsih pada pembentukan nilaii *error*, yaitu waktu dan individu, sehingga *random error* pada model ini juga perlu ditelusuri menjadi niali *error* untuk kompenen waktu, *error* kompenen individu, dan gabungan kedua *error* . Notasi persamaan pada model ini adalah :

Yit = α + *βX*it + εit = ui +vt

+wit… (3.7)

Dimana :

ui = Kompenen dari *error cross section*

vt = Kompenen dari *error time series*

wit = Kompenen dari *error cross section* dan *time series*

Asumsi yang digunakan untuk kompenen *error* tersebut adalah sebagai berikut : ut ~ *N* (0,σu²);

vt ~ *N* (0,σv²);

wit ~ *N* (0,σw²);

Dari persamaan asumsi diatas, dapat disimpulkan bahwa model dari *random effect* menanggap efek rata-rata dari data *time series* dan *cross section* ditunjukkan dengan *intercept*. Sementara, deviasi efek secara random untuk data *time series* ditunjukkan dengan vt dan deviasi untuk data *cross section* ditunjukkan dengan ui.

#### Pemilihan Model/Metode Estimasi

Beberapa ahli ekonomitri (Nachrowi, 2006) berpendapat bahwa :

* Jika data panel yang dimiliki memiliki jumlah waktu (T) lebih besar dibandingkan jumlah individu (N) maka disarankan penelitian menggunakan model FEM.

45

T > N maka gunakan FEM

* Jika data panel yang dimiliki perusahaan mempunyai jumlah waktu (T) lebih kecil dibandingkan jumlah individu (N) maka disarankan menggunakan REM.

T < N maka gunakan REM

Dalam pemodelan panel data, umumnya dugunakan tiga model pendekatan, yaitu *pooled least square, fixed effect model*, dan *random effect model*. Pemilihan model yang tepat pada penelitian dapat dilakukan dengan beberapa pengujian. Maka, pada penelitian ini menggunakan uji *chow* dan *hausman* pada model agar mendapatkan estimasi model penelitian yang tepat.

##### Uji Chow (Chow Test)

Chow Test disebut juga dengan uji *F statistic* yakni pengujian dan pemilihan model yang akan digunakan pada penelitian ini. Pengujian untuk memilih model penelitian yang tepat, maka dilakukan pemilihan model *pooled least square* atau *fixed effect*. Berikut ini merupakan hipotesis dari uji *chow* tersebut :

Ho = Model *pooled least square* (PLS) H1 = Model *Fixed* Effect

Jika p-value obs\*-square dari uji *chow* < ɑ, maka H0 ditolak

Jika p-value obs\*-square dari uji *chow* > ɑ, maka H0 tidak ditolak

##### Uji Hausman (Hausman Test)

Uji *hausman* dilakukan untuk melihat konsistensi pendugaan dengan OLS. Mengingat model ini REM menggunakan efek OLS, maka dalam memodelkan data panel, uji tersebut perlu dilakukan untuk melihat kelayakan dari model tersebut (Nachrowi dan Usman, 2006, hal 317-318).

Dalam uji *hasuman* ini, terdapat hipotesis berupa *fixed effect atau random effect* yang tepat untuk digunakan dalam penelitian ini. Berikut hipotesis dari uji *hasuman* :

Ho = Model menggunakan *random effect* (REM) H1 = Model *Fixed* Effect (FEM)

Pada uji *hausman* ini, *chi-square statistic* digunakan untuk melakukan penilaian sehingga keputusan pemilihan model yang tepat pada penelitian ini dapat

46

dilakukan secara perhitungan statistik. *Chi-square statistic* digunakan untuk menentukkan penolakan / penerimaan Ho atau H1. Melalui program *eviews* 8 penolakan hipotesis nol (Ho) terjadi jika hasil dari uji *hausman* menunjukkan probabilitas yang lebih kecil dari α. Jadi, model yang digunakan pada penelitian ini adalah model *fixed effect*.

#### Pengujian Asumsi

Dalam model asumsi klasik, terdapat asumsi mengenai *error*. Pada model regresi diketahui bahwa y tidak hanya ditentukan oleh x saja namun juga dipengaruhi oleh *u*. dibawah ini terdapat 4 asumsi perihal *error*, yaitu.

#### Tabel 3.2 Pengujian Asumsi

|  |  |
| --- | --- |
| Notasi | Artinya |
| E(*u*t) = 0 | Nilai rata rata dari *error* adalah nol |
| Var (*u*t) = σ² | Varians dari *error* konstan (tidak ada heteroskedastis) |
| Cov (ui, uj) = 0 | Tidak terdapat autokorelasi berarti *error* tidak berhubungan |
| Cov (ut, xt) = 0 | Tidak ada hubungan antar *erro*r dengan x (tidak ada multikolinieritas) |

*Source* : *Literature* Penulis

Pada penelitian ini, asumsi BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*) digunakan sebagai parameter terbaik. Jika asumsi 1 hingga 4 diatas terpenuhi maka data dikatakan BLUE. Agar mendapatkan estimator yang BLUE maka pengujian asumsi sebaiknya dilakukan dengan asumsi klasik yaitu, Heteroskedastisitas, Autokorelasi, Multikolieniritas,dan Koifisien Determinasi (R²).

##### Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas terjadi saat kondisi *variance* dari *error* tidak konstan atau berubah ubah. Sedangkan kondisi dimana semua residual atau eror mempunyai varian yang samadisebut homoskedastis. Dalam kondisi heteroskedastis maka pemodelan regresi panel data tersebut telah melanggar asumsi BLUE. Menurut

47

(Nachrowi, 2006) terdapat teknik dalam mendeteksi heteroskedastisitas, yaitu melalui metode grafik dan uji formal (uji *Breusch-Pagan-Godfrey* dan uji *white*). Pada uji *white* terdapat hipotesa yaitu Ho : tidak terdapat heteroskedastisitas, berarti tidak ada hubungan antara eror dengan variabel independennya. Untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas maka menggunakan metode *Generalized Least Squares* (GLS). Cara kerja GLS adalah dengan terlebih dahulu membagi *weight series* dengan nilai rata-ratanya untuk mendapatkan w*eight least square*, kemudian mengalikan semua data untuk setiap observasi dengan skala *weight series*. Penskalaan *weight series* adalah sebuah normalisasi yang tidak mempunyai efek pada parameter, namun dapat membuat *weighted residual* (*weighted R2*) lebih baik dibandingkan dengan *unweighted residual* (*unweighted R2*) (Brooks, 2014).

##### Autokorelasi

Autokorelasi menyatakan adanya korelasi antar eror satu observasi dengan observasi lainnya. Agar sesuai asumsi BLUE pada penelitian maka eror haruslah tidak saling berkolerasi satu observasi dibandingkan observasi lainnya. Untuk mendeteksi adanya autokolerasi digunakan cara, yaitu dengan Uji *Durbin Watson* (DW-Test) . DW Test ini, menggunakan hipotesa yakni Ho: Tidak terdapat autokorelasi. Angka pada DW-Stat pada tabel uji berada pada rentang (1.5 < DW- Stat <2 .5) maka do not reject. Ho pada semisal angka 2 *error* berarti dinyatakan tidak terdapat autokorelasi didalamnya.

##### Multikolinearitas

Uji Multikoliearitas pada penelitian ini diestimasi dengan cara menghitung koefisien pada korelasi antar variabel variabel independen. Menurut Gujarati , multikolinearitas adalah adanya satu atau lebih hubangan lineritas antara variabel independen. Dengan adanya multikolinieritas pada model regresi maka model tersebut telah melanggar asumsi BLUE. Adanya multikolinearitas dapat dideteksi dengan melihat pada R² yang tinggi yaitu > 0,8 dimana T statistik tidak ada yang signifikan.

48

#### Uji Hipotesis

Pengujian ini akan mencoba meneliti mengenai pengaruh dari *independent variable* terhadap *dependent variable*. Pada pengujian hipotesis akan dilakukan tiga jenis pengujian, yakni:

##### Koefisien Determinasi (R²)

Nilai dan besaran pada koefisien determinasi dapat diketahui melalui nilai dari *Adjusted R Square*. Nilai *Adjusted R Square* ini menunjukkan seberapa jauh variabel variabel independen dan juga variabel moderasi dapat menjelaskan pengaruh pada variabel dependen penelitian. R² berfungsi untuk mengestimasi kedekatan antara nilai sesungguhnya dengan niai prediksi pada variabel dependen. Nilai *Adjusted R Square* yang besar menunjukkan indikator yang baik pada model disebabkan persamaan regresi sudah memenuhi asumsi BLUE. Model persamaan regresi linier yang BLUE tersebut memiliki interval nilai koefisien antara 0.80 hingga 0.999 menunjukkan model memiliki pengaruh yang kuat.

##### Uji F Statistik

Uji F statistik ini dipakai untuk menguji dan mengestimasi apakah seluruh variabel independen dan moderasi model persamaan memiliki pengaruh signifikan pada variabel dependen. Nilai dan besaran probabilitas yang muncul pada setiap variabel digunakan sebagai indikator dan parameter pengujian hipotesis. Jika probabalitas bernilai (alpha) lebih kecil dari 0,05 maka variabel independen dan moderasi secara bersama sama memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel dependen penelitian. Sementara, apabila nilai probabilitas yang muncul lebih besar dari (alpha) 0,05 maka variabel independen dan moderasi tidak secara bersama sama mempunyai pengaruh yang signifikan pada variabel dependen penelitian (Nachrowi, 2006).

##### Uji T Statistik

Uji T statistik digunakan untuk menguji dan mengestimasi pengaruh apakah masing masing variabel independen dan moderasi memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel dependen. Nilai dari probabilitas masih dipakai sebagai indikator dan parameter analisa. Apabila probabilitas lebih kecil 0,05 (α) maka koefisien regresi signifikan. Sebaliknya, apabila nilai probabilitas yang dihasilkan

49



Uji *Hausman*



Uji *Chow*

Model *FEM*

Model *PLS*

bernilai lebih besar dari (alpha) 0,05 maka nilai koefisien regresi tersebut menjadi tidak signifikan (Nachrowi, 2006).

#### Tahapan Penelitian

Tahapan *Collecting Data*



Uji Normalitas dan *Pearson Correlation*

Analisis *Fit Test Model*

Statistik Deskriptif Penelitian



Model *REM*

Penentuan Model Persamaan Regresi



Persamaan Model



Uji Multikolinieritas

Uji Autokorelasi

Uji Heteroskedastisitas

Uji Asumsi Klasik

*Generalized Least Square* ( GLS )

F-test

Koefisien Determinasi R2

T-test

Analisis Pembahasan Hasil Penelitian

Kesimpulan dan Saran Penelitian

# BAB 4

**ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN**

#### Hasil Seleksi Sampel Penelitian

Sebelum pengolahan data dilakukan maka dilakukan terlebih dahulu eksplorasi data dengan membandingkan : 1) sampel penelitian dan populasi perusahaan publik di bursa efek berdasarkan distribusi sektor manufaktur, 2) Sampel penelitian dan data *family control* dari peneliti sebelumnya yaitu *Assil Guzani, Faten Lakhal*, dan *Nadia Lakhal* (Perancis, 2018). Tujuan dilakukan eksplorasi data yakni digunakan untuk meilhat apakah terdapat perbedaan karakteristik khususnya pada aspek s*ize* perusahaan antara penelitian ini dengan populasi perusahaan di bursa efek dan penelitian lainnya sehingga dapat mempengaruhi generalisasi kesimpulan penelitian.

Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada pada periode 2013 hingga 2017. Setelah mengumpulkan data yang diperoleh dari bursa efek, laporan tahunan masing- masing perusahaan, dan data dari web masing-masing perusahaan maka diambil sampel yang sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Sampel penelitian yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan yaitu perusahaan manufaktur publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 hingga 2017 yang memiliki data lengkap seperti laporan tahunan, laporan keuangan, dan laporan keuangan audited*.* Adapun berikut ini merupakan hasil seleksi sampel dan jumlah komposisi sampel yang telah disusun melalui tabel 4.1.

50

51

#### Tabel 4.1 Hasil Seleksi Sampel

|  |  |
| --- | --- |
|  | Jumlah Sampel (N) |
| Jumlah Sampel Berdasarkan Seluruh Sektor Perusahaan Publik Periode 2013-2017 :   1. Seluruh Sektor Publik 2. Data *Eikons Thompsons Reuters*   **Total** | 425  125  550 |
| Jumlah Sampel Perusahaan Berdasarkan Sektor Manufaktur Periode 2013-2017  **Total** | 250 |
| Jumlah Sampel Perusahaan Berdesarkan Kelengkapan Data yang Tersedia :   1. Kelengkapan *Annual Report* 2. Kelengkapan *Financial Report* dan *Audited*   **Total** | 175 |
| Nilai Ekstrem (10 *Outliers*) Pada Observasi Data  **Total** | 165 |
| Jumlah Sampel Akhir (*Cross-Section*) Sektor Manufaktur | 134 |
| Jumlah Hasil Observasi Akhir | 668 |

Sumber : *Literature Penulis*

Komposisi sampel melalui tabel rangkuman diatas dilakukan terlebih dahulu untuk mendapatkan sampel akhir sebanyak 134 perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek pada periode 2013 hingga 2017 dengan jumlah observasi akhir sebanyak 668 hasil observasi. Diketahui dari data bursa efek dan *Eikons Thomsons Reuters* terdapat 550 perusahaan publik yang terdaftar, sektor manufaktur sebanyak 250 perusahaan, kemudian dilakukan pengecekan pada laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan sehingga pada periode 2013 hingga 2017 terdapat sebanyak 175 perusahaan manufaktur dengan jumlah nilai ekstrem (*outliers*) sebanyak 10 data maka didapatkan sampe akhir sebanyak 134 *cross section* dan 668 observasi.

#### Statistik Deskriptif Penelitian

Statistik deskriptif, korelasi , hingga pemodelan regresi penelitian diolah dengan menggunakan *software* SPPS dan Eviews 9. Statistik deskriptif merupakan bentuk dari pengklasifikasian dan penyajian data berdasarkan distribusi secara standar statistik dengan tujuan untuk memberikan informasi statistik yang

52

bermanfaat. Kemudian, setelah itu dilanjutkan dengan melakukan uji asumsi klasik regresi (normalitas, multikolinieritas, dan otokorelasi) dilakukan dengan menggunakan *software* SPPS 12 sementara uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan *software* Eviews 9.

Secara umum, menurut Nachrowi (2005) penelitian dengan menggunakan data panel bertendensi data tidak terdistribusi secara normal. Oleh karena hal itu, uji normalitas sangat diperlukan untuk mengetahui variabel dependen yaitu *Cash Flow Sensitivity of Cash* terdistribusi secara normal atau tidak. Ukuran untuk standar distribusi normal adalah jika kurtois 3 (tiga) dan skewness 0 (nol). Dengan kata lain, nilai ekstrem (outliers) yaitu observasi yang mempunyai nilai kurtois lebih dari +3 atau lebih kecil dari -3.

Pada bab ini akan dilakukan pengujian dua model persamaan pada data panel, uji hipotesis serta analisis dan pembahasan mengenai hasil regresi dengan menggunakan dua *software*. Berikut merupakan hasil analisis deskriptif yang telah di rangkum dalam bentuk tabel dengan menggunakan *software* SPSS dan *eviews*.

#### Tabel Hasil 4.2 Analisis Deskriptif Variabel Utama Penelitian

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variable** | ***Mean*** | ***Kurtosis*** | ***Maximum*** | ***Minimum*** | ***Standard Deviasi*** |
| *Cash Flow Sensitifity of*  *Cash* | 0.01051 | 3.7522 | 0.35221 | -0.421 | 0.02332 |
| *Cash Flow* | 0.06840 | 2.89960 | 0.34856 | 0.0678 | 0.04338 |
| *Busy directors* | 0.568862 | 1.077339 | 1.00000 | 0.00000 | 0.495606 |
| *Family*  *Ownership* | 0.15318 | 3.99916 | 1.00000 | 0.00000 | 0.26997 |
| *CEO Family*  *Member* | 0.161677 | 3.378042 | 1.00000 | 0.00000 | 0.36843 |
| *Firms Size* | 28.2662 | 3.26715 | 33.2 | 22.22 | 1.61299 |
| *Market to Book*  *Ratio* | 1.642333 | 3.679 | 9.002656 | 0.010561 | 5.933238 |
| *Capital*  *Expenditure* | 0.365152 | 3.543376 | 1.77751 | -0. 2786 | 5.898973 |
| *Changes in Net*  *Working Capital* | -1.080609 | 1.295145 | 5.172385 | -1.605802 | 4.49564 |

Sumber : Hasil olah data *eviews* 8 (data diolah) 3

53

Dari tabel diatas dapat diketahui gambaran statistik deskriptif pada 668 hasil observasi yakni sebagai berikut :

1. Nilai rata-rata (*mean*) dari *Cash Flow Sensitivity of Cash* adalah 0.01051 yang berarti rata-rata perusahaan manufaktur terbuka di Indonesia mampu meningkatkan dana cadangan kas sebesar 1 persen per tahunnya.
2. Rata-rata nilai *Cash Flow* dari kegiatan operasi pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia sekitar 6.84 persen dari total asset yang dimiliki, sehingga rata-rata *cash flow* ini dapat diperbandingkan dengan proporsi 6.37 persen dari penelitian *Boubakar et al.* (2013) di Perancis.
3. Nilai rata-rata (*mean*) dari *Busy directors* adalah 0.568862 atau 56 persen dari total *board of commisionaires* perusahaan yang ada terbukti mernagkap jabatan sebagai komisaris diberbagai perusahaan lain . Dari tabel diatas juga diketahui nilai minimum untuk *Busy directors* adalah sebesar 0 dan nilai maksimum dari *Busy directors* adalah 1.
4. Nilai rata-rata dari persentase kepemilikan pada perusahaan manufaktur di Indonesia mencapai 15.31 persen dimana kontrol kepemilikan tersebut dikategorikan sebagai perusahaan konglomerasi atau keluarga.
5. Kemudian, rata-rata dari *CEO Family Member* adalah sebesar 16.167 persen sehingga posisi CEO perusahaan manufaktur dijalankan oleh kelurga yang berperan sebagai pemilik/CEO perusahaan.
   1. **Uji Normalitas (*Kolomogorov-Smirnov Test*)**

Uji normalitas adalah salah satu syarat yang harus dilakukan dari serangkaian uji asumsi klasik, artinya sebelum melakukan analisis statistik untuk uji regresi dan hipotesis maka data penelitian tersebut harus di uji kenormalan distribusinya melalui uji *One-Sample Kolomogorov-Smirnov.* Pada tahap awal dilakukan *treatment* data kemudian di analisa menggunakan SPSS 12 untuk mengetahui bahwa data *Cash Flow Sensitvity of Cash* (variablel dependen) terdistribusi secara normal atau tidak. Ukuran data terdistribusi secara normal adalah jika kurtosis 3 (tiga) dan skewness 0 (nol). Dengan kata lain, nilai ekstrem (outliers) yaitu observasi yang mempunyai nilai kurtois lebih dari +3 atau lebih kecil dari -3. Pada tahapan ini, nilai ekstrem (outliers) pada variable dependen di

54

*take out* (dikeluarkan) dari analisis data. Pada uji *One-Sample Kolomogorov- Smirnov* dasar pengambilan keputusan yang dapat dipakai adalah:

* Apabila nilai signifikansi (sig.) lebih rendah dari 0.05 (sig < 0.05) maka data penelitian tersebut tidak terdistribusi secara normal.
* Namun sebaliknya juga berlaku apabila nilai signifikansi (sig.) lebih besar dari 0.05 (sig < 0.05) maka data penelitian tersebut sudah terdistribusi secara normal.

**Output Uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov***

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | | CFSC |
| Jumlah Observasi |  | *668* |
| Parameter | Rata-rata | *.0004* |
|  | Standar Deviasi | *.01166* |
| *Most Extreme Differences* | *Absolute* | *.031* |
|  | *Positive* | *.028* |
|  | *Negative* | *-.031* |
| T-Statistik |  | *.031* |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | *.200* |

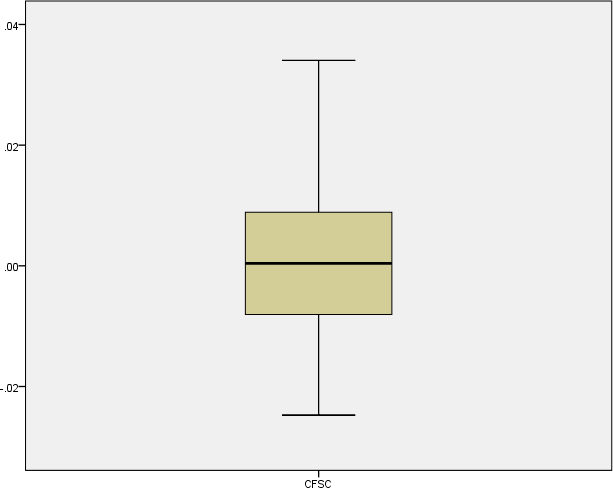
Hasil olahan SPSS

Berdasarkan dari output uji *one-sample kolmogrov-smirnov* diatas dan setelah melakukan proses *take out* pada data *outliers* (nilai ekstrem) menunjukkan variabel dependen (*cash flow sensitivity of cash)* terdistribusi secara normal dengan tingkat signifikansi (*2-tailed*) sebesar 0.200, dimana apabila nilai signifikansi (sig.) tersebut telah lebih besar dari 0.05 maka data observasi tersebut sudah terdistribusi secara normal dari jumlah N sebanyak 668 observasi.

Selanjutnya, data-data variabel dari sampel obeservasi perusahaan yang termasuk dalam kategori nilai *ekstrem values* (outliers) pada *variabel casf flow sensitivity of cash* yang terdiri dari 5 nilai *highest case number* dan juga 5 nilai *lowest case number* merupakan nilai-nilai diluar sebaran distribusi normal pada data ini. Seluruh nilai *extreme values* dan juga data *outliers* dapat dilihat pada halaman lampiran 5 dan 6.

55

* + 1. ***Box Plot* (Normalitas) Variabel Dependen *Cash Flow Sensitivity of Cash***



Output SPSS 12

Dari *output box plot* diatas, nilai-nilai ekstrem (*outlier*s) dari sebaran distribusi telah dikeluarkan sehingga sampel yang disajikan secara grafis tersebut sudah memiliki ukuran penyebaran data yang terdistribusi secara normal. Tidak ada lagi sebaran nilai ekstrem minimal dan maksimal di *range* angka -0.02 hingga 0.04. Dengan demikian, data pada variable dependen *cash flow sensitivity of cash* sudah terdistribusi secara normal sehingga langkah uji asumsi klasik, uji regresi, dan uji hipotesis dapat dilakukan selanjutnya.

##### Uji Pearson Correlation Matrix

Uji korelasi diperlukan dalam mencari tingkat keeratan hubungan yang dapat bersifat (negatif/positif) di antara dua variabel atau lebih dan biasanya dinotasikan dengan koefisien korelasi (r) yang dilampirkan pada lembar tabel uji pearson penelitian ini. Adapun dasar pengambilan keputusan dalam uji *pearson correlation* menurut Nachrowi (2005) ini adalah sebagai berikut :

* Apabila nilai signifikansi < (kurang dari) 0.05, maka variabel saling berkolerasi.

56

* Sebaliknya apabila nilai signifikansi > (lebih dari) 0.05, maka variabel tidak saling berkolerasi.
* Dalam bukunya Nachrowi (2005) juga menjelaskan mengenai derajat hubungan antar variabel-variabel tersebut.
* Apabila nilai korelasi terletak diantara 0.00 sampai 0.20, maka tidak terdapat korelasi.
* Apabila nilai korelasi terletak diantara 0.21 sampai 0.40, maka korelasi lemah.
* Apabila nilai korelasi terletak diantara 0.41 sampai 0.60, maka korelasi sedang.
* Apabila nilai korelasi terletak diantara 0.61 sampai 0.80, maka korelasi kuat.
* Apabila nilai korelasi terletak diantara 0.81 sampai 1.00, maka korelasi sempurna (terdapat permasalahan multiokolinirietas data yang berat).

57

**Tabel 4.3 *Pearson Correlation Matrix***

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | *CFSC* | *CashFlow* | *FamOwn* | *CEOFamMember* | *FirmsSize* | *MarketToBookRatio* | *CapitalExpenditure* | *ChangesInNWC* | *BusyDirectors* |
| *CFSC*  *Sig. (2-tailed)* | 1 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| *CashFlow* | 0.4920\* | 1 |  |  |  |  |  |  |  |
| *Sig. (2-tailed)* | (0.035) |  |
| *FamOwn* | 0.1661\* | 0.0297\* | 1 |  |  |  |  |  |  |
| *Sig. (2-tailed)* | (0.052) | (0.052) |  |
| *CEOFamMember* | .4797\*\* | 0.130\*\* | .520\* | 1 |  |  |  |  |  |
| *Sig. (2-tailed)* | (0.0092) | (0.0013) | (0.0323) |  |
| *FirmsSize* | 0.245\* | .168\*\* | 0.505\* | .249\*\* | 1 |  |  |  |  |
| *Sig. (2-tailed)* | (0.04) | (0.001) | (0.034) | (0.005)) |  |
| *MarketToBookRatio* | 0.085\*\* | .175\*\* | 0.467\* | 0.089\* | .145\*\* | 1 |  |  |  |
| *Sig. (2-tailed)* | (0.01) | (0.001) | (0.037) | (0.049) | (0.005) |  |
| *CapitalExpenditure* | 0.125\*\* | .293\*\* | 0.156\* | 0.3799\* | .142\*\* | .127\* | 1 |  |  |
| *Sig. (2-tailed)* | (0.012) | (0.010) | (0.056) | (0.047) | (0.07) | (0.015) |  |
| *ChangesInNWC* | 0.0298\* | -.015 | -.010 | .040 | .116\* | .039 | .009 | 1 |  |
| *Sig. (2-tailed)* | (0.055) | (0.078) | (0.853) | (0.44) | (0.027) | (0.454) | (0.866) |  |
| *BusyDirectors Si* | 0.3685\* (0.048) | 0.699\* (0.055) | 0.2032\* (0.04) | 0.768\*\* (0.014) | 0.37841\* (0.047) | -.117 (0.026)\* | .013  (0.811) | -.038  (0.468) | 1 |
| *S g. (2-tailed)* |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

Hasil Olahan SPSS (data diolah)

**Keterangan :** *Cash Flow Sensitivity of Cash (CFSC)*, perubahan pada kas dan setara kas terhadap total aset; *Cash Flow*, cash flow yang berasal dari kegiatan operasional; *Busy directors*, merupakan *dummy variable* dari dewan komisaris yang menjabat secara bersama-sama / merangkap pada banyak perusahaan; *Family Ownership*, persentase hak kontrol keluarga dalam perusahaan; *CEO Family Member*, *dummy variable* CEO/pemilik merupakan anggota keluarga dalam perusahaan. Dimana \* korelasi signifikan pada level 5% (*2-tailed*) dan \*\* korelasi signifikan pada level 1% (*2-tailed*).

58

Berdasarkan tabel 4.3 diatas, secara umum *pearson correlation matrix* diantara *family control variable* cukup tinggi dalam denotasi *two-tailed statistical* pada level signifikansi 1 % dan 5% . Secara garis besar, output diatas menunjukkan korelasi diantara variabel *family structure* dalam kategori derajat sedang. Hal tersebut terlihat dari korelasi antara *family ownership* dan *CEO family member* sebesar 52 persen dan signifikan pada level 5 persen. Sehingga besaran korelasi diantara kedua variabel independen tersebut tidak menjadi sumber masalah pada multikolinieritas data penelitian.

#### Analisis Regresi Penelitian

Tahapan ini berisikan analisis regresi model umtuk mengetahui pengaruh variabel independen = *Family Ownership* dan *CEO Family Member* (*Family Structure);* variabel kontrol = *Firms Size, Cash Flow, Market to Book Ratio, Capital Expenditure, Change In Net Working Capital;* dengan pengaruh tidak langsung pada *Busy directors,* terhadap variabel dependen = *Cash Flow Sensitivity of Cash* perusahaan manufaktur Indonesia.

#### Pemilihan Model Estimasi Penelitian

Pemilihan model estimasi ini berisikan tiga pendeketan dalam estimasi metode regresi panel data yakni melalui *Common Effect* (*PLS),*Metode *FEM*, dan *Metode REM* Kemudian dilakukan proses pemilihan metode yang paling fit pada model 1 dan 2 penelitian ini. Penentuan estimasi fit dua model penelitian ini dapat dilakukan dengan melalui serangkaian uji statistik yaitu uji *chow* dan juga uji *hausman.*

##### Chow Test (PLS vs FEM)

Tahapan ini dilakukan untuk menguji model yang tepat digunakan, memakai *pooled least square* (PLS) atau memakai *fixed effect model (*FEM*)* dalam penentuan model persamaan. Dasar ketentuan pengambilan hipotesis dari *chow test*:

Ho : Memakai Metode PLS H1 : Memakai Metode FEM

59

Apabila nilai dari p-*value chow test* > α, maka keputusan yang diambil Ho tidak ditolak

Apabila nilai dari p-*value chow test* < α, maka keputusan yang diambil tolak Ho

**Tabel 4.4 Output Uji *Chow* untuk model 1 dan 2 penelitian (Variabel *Dependen Cash Flow Sensitivity of Cash*)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Model**  **Persamaan** | ***Chi-sq.***  ***Statistic*** | ***Prob. cross-***  ***section chi square*** | **Keputusan** |
| 1 | 787.6177 | 0.0000 | Tolak Ho |
| 2 | 617.3207 | 0.0000 | Tolak Ho |

Hasil olahan *eviews 8* (data diolah)

Tabel diatas menunjukkan output perhitungan dari uji chow dua model persamaan regresi pada level kepercayaan sebesar 95% (α = 5%). Pada uji ini probabilitas *cross-section chi-square* yang dihasilkan pada model persamaan 1 dan 2 adalah 0.0000. Probabilitas nilai *cross-section chi-square* kedua model persamaan menunjukkan probabilitas < α maka keputusannya adalah Ho ditolak, sehingga model estimasi 1 dan 2 yang digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM).

##### Hausman Test (FEM vs REM)

Berdasarkan hasil uji *chow* sebelumnya, model penelitian 1 dan 2 memakai metode FEM dalam persamaan, sehingga tahapan berikutnya adalah uji *hausman* dalam memutuskan metode *FEM* atau *REM* yang akan dipakai. Prob. *Chi-Square Statisic* dipakai untuk penerimaan atau penolakan hipotesis pada 2 model persamaan. Pengujian hipotesis pada uji hausman adalah

Ho: Memakai metode REM H1 : Memakai metode FEM

* Apabila nilai dari p-*value* dari uji *hausman* > α, maka keputusan yang diambil Ho tidak ditolak.
* Apabila nilai dari p-*value* dari uji *hausman* < α, maka keputusan yang diambil tolak Ho.

60

#### Tabel 4.5 Output *HausmanTest* untuk model 1 dan 2 penelitian (Variabel

##### Dependen Cash Flow Sensitivity of Cash)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Model**  **Persamaan** | **Statistik Chi**  **Square** | ***Prob. cross-section***  ***random*** | **Keputusan** |
| 1 | 91.747827 | 0.00000 | Tolak Ho |
| 2 | 8.523007 | 0.8079 | Ho tidak ditolak |

Hasil olahan *eviews 8* (data diolah)

Tabel diatas memaparkan hasil estimasi statistik dari uji *hausman* pada level kepercayaan sebesar 95% (α = 5%). Probabilitas *cross-section random* model persamaan 1 yang dihasilkan bernilai 0.0000, sementara pada model persamaan 2 bernilai 0.8079. Apabila nilai dari probabilitas *cross-sec random* yang dihasilkan kurang dari nilai α = tolak Ho dan apabila nilai dari probabilitas *cross-sec random* yang dihasilkan lebih dari nilai α = Ho tidak ditolak. Berdasarkan dari output diatas model yang paling tepat dipakai pada model persamaan 1 adalah model *FEM* sementara model pada model persamaan 2 yang paling tepat dipakai adalah model *REM.*

#### Pengujian Pada Asumsi Klasik

Secara garis besar, uji asumsi klasik diperlukan untuk melihat permasalahan pada BLUE atau tidaknya data. Pada persamaan model persamaan ini tersusun atas uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, dan uji multikolinieritas.

#### Uji Heteroskedastisitas

Untuk menyelidiki ada atau tidaknya permasalahan heteroskedastisitas data dapat dilakukan beberapa tahapan uji melalui uji *white* dan *Glejser*. Dalam menanggulangi adanya permasalahan heteroskedastisitas yang muncul maka dapat digunakan metode ARCH dan GARCH dalam penelitian. Dilakukan tahapan analisa *Glejser* untuk menyelidiki ada atau tidaknya permasalahan heteroskedastisitas. Analisa Heteroskedastis pada penelitian ini menggunakan *software SPSS*.

61

Apabila nilai probabilitas dari signifikansi adalah bernilai > dari nilai *alpha* (0.05), maka model persamaan tersebut terbebas dari permasalahan heteroskedastisitas data. Berdasarkan pada uji *Glejser* Model 1 dan 2 (lampiran 7 dan 8) menunjukkan seluruh variabel independen dan moderasi telah terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Berdasarkan tabel 4.6 output SPSS (lampiran 7), pada model 1 persamaan, seluruh variabel independen signifikan bernilai > dari 0.05. Hal tersebut berimplikasi pada seluruh variabel independen telah terbebas dari permasalahan heteroskedastisitas data. Berdasarkan tabel 4.7 output SPSS (lampiran 8), pada model 2 persamaan, seluruh variabel independen dan moderasi signifikan bernilai lebih dari alpha 0.05. Hal tersebut menjelaskan seluruh variabel independen dan moderasi sudah terbebas dari permasalahan heteroskedastisitas.

#### Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan uji *Breuch-Godfrey Serial Correlation LM* untuk mengetahui dan mendeteksi permasalahan autokorelasi pada masing- masing model. Untuk mengetahui gejala autokorelasi pada model dapat diketahui berdasakan angka pada *Durbin Watson Statistic* yang muncul*.* Berikut adalah dasar statistik pengambilan dari uji ini.

* + - * + Jika nilai *durbin watson* (d) yang muncul adalah lebih kecil dari nilai batas bawah (dL) atau lebih besar dari nilai (4-dL), maka kemudian keputusan yang diambil adalah tolak Ho, yang berarti terdapat masalah autokorelasi pada model.
        + Kemudian, apabila nilai *durbin watson* (d) berada diantara nilai batas atas (dU) dan (4-dU), maka keputusan yang diambil adalah hipotesis 0 diterima, data terkena masalah autokorelasi.
        + Terakhir, apabila nilai *durbin watson* (d) berada diantara dL dan dU atau berada diantara (4-dU) dan (4-dL), maka keputusan yang dapat diambil adalah masalah autokorelasi pada model tidak dapat disimpulkan.

62

**Tabel 4.6 Output *Durbin Watson* Stat Pada 2 Model**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Model**  **Persamaan** | ***Durbin Watson***  ***Stat*** | **Nilai**  **dL** | **Kesimpulan** |
| 1 | 1.315 | 1.435 | Tidak Terjadi  Autokorelasi |
| 2 | 1.169 | 1.485 | Tidak Terjadi  Autokorelasi |

Hasil olahan SPSS (data diolah)

Berdasarkan hasil olah statistik *Durbin Watson* pada 2 model persamaan regresi diatas, kedua model persamaan regresi diatas sudah terbebas dari permasalahan autokorelasi data.

#### Uji Multikolinieritas

Uji asumsi klasik selanjutnya adalah uji multikolinieritas pada kedua model persamaan. Pengujian ini diperlukan untuk memastikan apakah didalam suatu model persamaan regresi data terjadi korelasi linier atar variabel independen atau kolinieritas antar variabel-variabel.. Terdapat dasar pengambilan keputusan melalui analisis dari nilai *Tolerance* dan *VIF* .

Dasar pengambilan keputusan melalui nilai *Tolerance* yakni :

1. Apabila nilai dari *Tolerance* adalah bernilai lebih besar dari 10%, maka hubungan antar variabel-variabel independen tidak menghadapi masalah multikolinieritas dalam model persamaan regresi.
2. Apabila nilai dari *Tolerance* adalah bernilai lebih kecil dari 10%, maka hubungan antar variabel-variabel independen menghadapi masalah multikolinieritas dalam model persamaan regresi.

Kemudian, adapun dasar pengambilan keputusan melalui nilai VIF yakni :

1. Jika nilai yang muncul dari VIF adalah kurang dari 10.00, bermakna hubungan antar variabel-variabel independen tidak menghadapi masalah multikolinieritas dalam model persamaan regresi.

63

1. Apabila nilai yang muncul dari VIF adalah lebih dari dari 10.00, bermakna hubungan antar variabel-variabel independen tidak menghadapi masalah multikolinieritas dalam model persamaan regresi.

Berdasarkan pada tabel uji multikolinieritas model persamaan 1 penelitian (lampiran 9), hasil output statistik menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian memiliki nilai *Toleranc*e yakni kurang dari 10% dan nilai *VIF* yakni kurang dari 10. Sehingga, model persamaan 1 regresi tersebut tidak menghadapi permasalahan multikolinieritas data. Dapat dikatakan bahwa model persamaan ini sudah BLUE disebabkan sudah tidak terdapat pelanggaran pada asumsi klasik.

Pada tabel uji multikolinieritas model persamaan 2 (lampiran 10), hasil output statistik juga menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian memiliki nilai *Toleranc*e yakni kurang dari 10% dan nilai *VIF* yakni kurang dari 10. Sehingga, model persamaan 2 regresi tersebut tidak menghadapi permasalahan multikolinieritas data. Dapat dikatakan bahwa model persamaan 2 ini sudah BLUE disebabkan sudah tidak terdapat pelanggaran pada asumsi klasik.

#### Uji Hipotesis

Dalam membuat keputusan untuk menerima atau menolak hipotesis, menguji arah dan pengaruh pada model regresi penelitian, maka dibutuhkan pengujian melalui Uji *R-Square*, Uji F, dan Uji T untuk seluruh model.

* + 1. **Uji Koefisien Determinasi *R-Square***

Berdasarkan pada pembahasan sebelumnya, penilitian ini memakai metode FEM pada model 1 sementara pada model 2 persamaan memakai REM sebagai model yang paling tepat. Uji *R-Square* diperlukan dengan maksud untuk mennyelidiki seberapa jauh variabel-variabel independen dan variabel moderasi bisa menjelaskan variabel dependen penelitian. Apabila variabel independen dan moderasi yang digunakan berjumlah banyak maka akan semakin besar baik nilai dari *R-Square* maupun *Adjusted R-Square* yang dihasilkan. *Adjusted R-Square* yang besar kuat mengindikasikan bahwa semakin baik model-model regresi penelitian ini.

64

**Tabel 4.7 Uj*i R-Square* (Variabel Dependen *Cash Flow Sensitivity of Cash*)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model**  **Persamaan** | **Metode**  **Regresi** | ***R-Square*** | ***Adjusted R-***  ***Square*** | ***F-Statistic*** |
| 1 | FEM | 0.7231 | 0.6779 | 815.7243 |
| 2 | REM | 0.7318 | 0.7301 | 534.6811 |

Hasil olahan eviews (data diolah)

Berdasarkan output Tabel 4.6 *uji R-Square* tersebut diperoleh nilai hasil *Adjusted R-Square* pada ketiga model persamaaan penelitian ini. Pada model persamaan 2 dengan menggunakan metode FEM diperoleh nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0.6779 yang berarti variabel independen ( *Family Ownership* dan *CEO Family Member*) mampu menjelaskan variabel dependen (*Cash Flow Sensitivity of Cash*) sebesar 67.79% sedangkan sisanya sebesar 32,21% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian ini. Sementara, pada model persamaan 2, metode yang digunakan adalah REM dengan niai *Adjusted R-Square* sebesar 0.7301 melalui model pemoderasian dari *busy directors* mampu menjelaskan hubungan variabel independen dan dependen penelitian sebesar 73.01% sedangkan sisanya sebesar 26.99% dijelaskan oleh variabel lain diluar kajian ini.

#### Uji F Statistik

Uji F statistik diperlukan guna menyelediki apakah model-model dalam penelitian dapat dipakai atau tidak. Besaran nilai signifikansi model penelitian dapat diketahui melalui perbandingan pada besaran nilai probabilitas, apabila nilai dari *p-value* < α (5%) : model dalam persamaan ini dapat digunakan dan sebaliknya apabila nilai dari *p-value* > α (5%) : model dalam persamaan penelitian tidak dapat digunakan.

**Tabel 4.8 Hasil Uji F Statistik (Variabel Dependen *Cash Flow Sensitivity of Cash*)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model Persamaan** | **Metode Regresi** | **Nilai *Sum Squared*** | ***F-Statistic*** | **Signifikansi**  **Probabilitasi (*F- Statistic*)** |
| 1 | FEM | 0.989324 | 58.82156 | 0.000000 |
| 2 | REM | 1.514874 | 534.6811 | 0.000000 |

Hasil olahan eviews (data diolah)

65

Berdasarkan pada tabel 4.7 hasil uji F statistik diatas, diketahui bahwa secara keseluruhan kedua model persamaan dalam penelitian ini dapat digunakan. Hal tersebut tercermin pada nilai *F-Statistic* dan Signifikansi Probabilitas (*F-Statistic*) pada ketiga model persamaan. Model model persamaan 1 juga memiliki nilai *F- Statistic* dan Signifikansi Probabilitas (*F-Statistic*) masing-masing sebesar 58.82156 dan 0.000000. Sementara pada model persamaan 2 memiliki nilai *F- Statistic* dan Signifikansi Probabilitas (*F-Statistic*) masing-masing sebesar 534.6811 dan 0.000000. Berdasarkan pada nilai signifikansi p-value < alpha (5%), maka kedua model bisa dipakai merujuk pada keputusan Ho ditolak.

Sehingga, secara umum model persamaan dalam penelitian ini memiliki variabel independen dan moderasi yang secara bersama-sama mempu menjelaskan pengaruhnya pada variabel dependen penelitian.

#### Uji T Statistik

Pengujian T Statistik dalam penelitian ini diperlukan guna mengetahui derajat/level pengaruh pada variabel independen dan moderasi terhadap variabel dependen penelitian. Sehingga nilai pada uji T ini akan digunakan sebagai rasio dari perkiraan parameter pada *standard error*. Lebih jauh, keputusan untuk menerima atau menolak hipotesis penelitian ini akan merujuk pada perbandingan nilai t tabel dan t hitung.

Cara yang tepat dan paling umum digunakan pada uji T statistik ini adalah dengan melihat *level of significant* (*alpha* = 0.05) pada variabel independen dan moderasi. Jika nilai signifikansi bernilai kurang dari nilai alpha 0.05 , keputusannya ialah tolak Ho. Berikut ini adalah *output* hasil pengujian statistik untuk kedua model persamaan.

66

**Tabel 4.9 Uji T Statistik Model Persamaan 1 *Fixed Effect Model* (Variabel Dependen *Cash Flow Sensitivity of Cash*)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 1** | | | | | |
| 𝐶𝐹𝑆𝐶𝑖𝑡 = 𝛼0 + 𝛼1𝐶𝐹𝑖𝑡 + 𝛼2𝐹𝑎𝑚𝑖𝑙𝑦 𝑂𝑤𝑛𝑖𝑡 + 𝛼3𝐶𝐸𝑂𝐹𝑎𝑚𝑀𝑒𝑚𝑏𝑖𝑡 +  𝛼4𝐿𝑜𝑔 𝑇𝐴𝑖𝑡 + 𝛼5𝑀𝑇𝐵𝑖𝑡 + 𝛼6𝐶𝑎𝑝𝑒𝑥𝑖𝑡 + 𝛼7𝑁𝑊𝐶𝑖𝑡 + 𝜀𝑖𝑡 | | | | | |
|  | **FEM** | | | | |
| ***Variable*** | ***Hypothesis*** | ***Coefficient*** | ***Std.Error*** | ***t-Statistic*** | ***Probability*** |
| ***C*** |  | -0.139119\*\* | 0.336329 | -0.41364 | 0.03395 |
| ***CashFlow*** |  | 0.55620 \*\*\* | 1.59E-02 | 3.498928 | 0.00025 |
| ***FamOwnership*** | **(+)** | 0.0257\*\* | 0.03323 | 0.773388 | 0.022 |
| ***CEOFamMember*** | **(+)** | 0.015299\*\* | 0.02645 | 0.578412 | 0.02815 |
| ***FirmsSize*** |  | -0.005816\*\* | 0.011864 | -0.49022 | 0.0312 |
| ***MTB*** |  | 0.000416\*\* | 6.37E-04 | 0.652694 | 0.0257 |
| ***CapitalExpenditure*** |  | -0.113045\* | 2.46E-02 | -4.58658 | 0.05565 |
| ***ChangesInNWC*** |  | 0.007549\*\*\* | 1.19E-03 | 6.351769 | 0.0000 |
| **Jumlah Observasi** | 668 | | | | |
| **Cross Section** | 134 | | | | |
| **Methode** | *Fixed Effect Model* | | | | |
| **R-squared** | 0.7231 | | | | |
| **Adjusted R- Squared** | 0.6779 | | | | |
| **Prob. (F-Statistic)** | 0.0000 | | | | |
| \*\*\* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.01 (1%) | | | | | |
| \*\* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.05 (5%) | | | | | |
| \* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.10 (10%) | | | | | |

Hasil olahan eviews (data diolah)

Berdasarkan pada analisis pemilihan model estimasi sebelumnya maka persamaan 1 ini menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) sebagai model yang paling tepat untuk digunakan. Uji T merupakan indikator dalam mengetahui level signifikansi arah pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen Secara umum, seluruh koefisien pada setiap variabel independen sudah sesuai dengan hipotesis 1 dan 2 yang telah disusun. Pada tabel 4.13 tersebut, angka

67

koefisien yang dihasilkan dari persentase struktur kepemilikan keluarga (% *Family Ownership*) adalah positif sebesar 0.0257, sesuai dengan penyusunan hipotesis 1 penelitian. Hal ini mengindikasikan bahwa persentase kepemilikan keluarga (% *Family Ownership*) dalam perusahaan berpengaruh positif terhadap *cash flow sensitivity of cash*. Persentase kepemilikan keluarga ini memiliki probabilitas sebesar 0.0220 pada tingkat/level keyakinan 5%. Selanjutnya, angka koefisien yang dihasilkan dari keberadaan anggota keluarga yang menjabat sebagai CEO perusahaan (*CEO Family Member*) adalah positif sebesar 0.0153, sesuai dengan penyusunan hipotesis 2 penelitian. Hal ini mengindikasikan bahwa keberadaan anggota keluarga yang menjabat sebagai CEO perusahaan (*CEO Family Member*) berpengaruh positif terhadap sensitivitas dana tunai (*cash flow sensitivity of cash). CEO Family Member* ini memiliki probabilitas sebesar 0.02815 pada tingkat/level keyakinan 5%.

68

**Tabel 4.10 Uji T Statistik Model Persamaan 2 *Random Effect Model* (Variabel Dependen *Cash Flow Sensitivity of Cash*)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 2** | | | | | |
| 𝐶𝐹𝑆𝐶𝑖𝑡 = 𝛼0 + 𝛼1𝐶𝐹𝑖𝑡 + 𝛼2𝐵𝑢𝑠𝑦𝐷𝑖𝑟𝑖𝑡 + 𝛼3𝐹𝑎𝑚𝑖𝑙𝑦𝑂𝑤𝑛𝑖𝑡 +  𝛼4𝐶𝐸𝑂𝐹𝑎𝑚𝑀𝑒𝑚𝑏𝑖𝑡 + 𝛼5𝐹𝑎𝑚𝑖𝑙𝑦𝑂𝑤𝑛𝑖𝑡 ∗ 𝐵𝑢𝑠𝑦𝐷𝑖𝑟𝑖𝑡 + 𝛼6𝐶𝐸𝑂𝐹𝑎𝑚𝑀𝑒𝑚𝑏𝑖𝑡 ∗  𝐵𝑢𝑠𝑦𝐷𝑖𝑟𝑖𝑡 + 𝛼7𝐿𝑜𝑔𝑇𝐴𝑖𝑡 + 𝛼8𝑀𝑇𝐵𝑖𝑡+ 𝛼9𝐶𝑎𝑝𝑒𝑥𝑖𝑡 + 𝛼10𝑁𝑊𝐶𝑖𝑡 + 𝜀𝑖𝑡 | | | | | |
|  | **REM** | | | | |
| ***Variable*** | ***Hypothesis*** | ***Coefficient*** | ***Std.Error*** | ***t-Statistic*** | ***Probability*** |
| ***C*** |  | 0.024414\*\* | 0.112312 | 0.217375 | 0.041 |
| ***CashFlow*** |  | -0.182706\*\*\* | 0.03379 | -5.407125 | 0.0000 |
| ***FamOwnership*** |  | 0.055696\*\*\* | 0.036679 | 1.518459 | 0.00645 |
| ***CEOFamMember*** |  | 0.00897\*\* | 0.026088 | 0.343833 | 0.03655 |
| ***FirmsSize*** |  | 0.000497 | 0.003944 | 0.125921 | 0.4499 |
| ***MTB*** |  | 0.001383\*\*\* | 0.000639 | 2.163204 | 0.01545 |
| ***CapitalExpenditure*** |  | -  0..212065\*\*\* | 0.016037 | -1.22348 | 0.0000 |
| ***ChangesInNWC*** |  | 0.000189 | 0.000656 | 0.288738 | 0.38645 |
| ***FamOwn X Busy***  ***Directors*** | **(-)** | -0.092517\*\* | 0.045902 | -2.015562 | 0.02215 |
| ***CEOFamMemb X***  ***Busy Directors*** | **(-)** | -0.044808\*\*\* | 0.031977 | -1.401244 | 0.00805 |
| **Jumlah Observasi** | 668 | | | | |
| **Cross Section** | 134 | | | | |
| **Methode** | *Random Effect Model* | | | | |
| **R-squared** | 0.7318 | | | | |
| **Adjusted R-**  **Squared** | 0.7301 | | | | |
| **Prob. (F-Statistic)** | 0.0000 | | | | |
| \*\*\* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.01 (1%) | | | | | |
| \*\* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.05 (5%) | | | | | |
| \* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.10 (10%) | | | | | |

Tabel 4.14 diatas merupakan hasil estimasi pengujian pada model persamaan 2 penelitian. Berdasarkan pada analisis pemilihan model estimasi yang sudah dilakukan sebelumnya maka persamaan ini menggunakan *Random Effect Model* (REM) sebagai model yang paling tepat untuk digunakan. Uji T diperlukan dalam mengetahui level signifikansi dan arah pengaruh masing-masing variabel independen dan variabel moderasi terhadap variabel dependen. Secara garis besar,

69

pertama, tanda koefisien pada variabel moderasi (*busy directors*) sudah sesuai dengan hipotesis 3 yang telah disusun sebelumnya. Angka koefisien yang dihasilkan dari pengaruh tidak langsung *busy directors* pada hubungan persentase struktur kepemilikan keluarga adalah negatif sebesar -0.09252, sesuai dengan penyusunan hipotesis 3 penelitian. Pengaruh tidak langsung *busy directors* pada hubungan persentase struktur kepemilikan keluarga ini memiliki probabilitas sebesar 0.02215 pada tingkat/level keyakinan 5% . Kedua, angka koefisien yang dihasilkan dari pengaruh tidak langsung *busy directors* pada hubungan *CEO family member* adalah negatif sebesar -0.044808, sesuai dengan penyusunan hipotesis 3 penelitian. Hal ini mengindikasikan pengaruh tidak langsung *busy directors* terhadap hubungan *CEO family member* dan *cash flow sensitivity of cash* adalah negatif atau *busy directors* memperlemah kedua hubungan tersebut. Pengaruh tidak langsung *busy directors* pada hubungan *CEO family member* ini memiliki probabilitas sebesar 0.00805 pada tingkat/level keyakinan 1%

#### Analisis Pembahasan

* + 1. **Variabel *Family Ownership* Pada *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC) sektor manufaktur di Indonesia**

H1 : *Family ownership* mempunyai pengaruh positif signifikan pada *cash flow sensitivity of cash* (CFSC).

Berdasarkan hasil pengujian hipetesis 1 pada model persamaan 1 diatas, menunjukkan bahwa *family ownership* atau persentase kepemilikan keluarga pada perusahaan publik khususnya sektor manufaktur mempunyai pengaruh positif terhadap *cash flow sensitivity of cash* (CFSC). Pada hasil uji T statistik model persamaan 1, variabel *family ownersh*ip ini memiliki nilai koefisiensi sebesar 0.0257 pada level keyakinan 5 persen dengan arah positif dan memiliki probabilitas sebesar 0.0220. Sehingga dengan probabilitas sebesar 0.0220 yang bernilai lebih lebih kecil dari nilai alpha 0.05, bermakna variabel *family ownership* atau persentase kepemilikan keluarga pada sektor manufaktur berpengaruh positif pada sensitivitas perusahaan dalam memegang dana tunai (*cash flow sensitivity of cash*) yang dimiiliki. Setiap kenaikan 1 poin pada variabel *family ownership* akan

70

menyebabkan kenaikan pada *cash flow sensitivity of cash* (CFSC) sebesar 0.0257 dengan pertimbangan variabel lain dianggap bernilai 0.

Hasil kajian ini memperkuat hasil penelitian terdahulu oleh Assil Guizani, Faten Lakhal, Nadia Lakhal (2018) dimana terdapat pengaruh signifikan diantara keduanya serta memiliki arah hubungan yang positif. Penelitian tersebut membuktikan bahwa karakteristik keluarga khususnya pada persentase kepemilikan saham mayoritas dalam perusahaan cenderung dan bertendensi untuk memegang dana tunai dari *cash flow* yang dihasilkan untuk tujuan *entrenchment* dan expropriasi. Risiko exproriasi pemegang saham minoritas terus terjadi pada negara yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi seperti Indonesia. Dibutuhkan efisiensi dan efektivitas fungsi pengawasan dalam prektek tata kelola di dalam perusahaan. Sehingga fungsi kontrol atau pengawasan dewan dapat membantu melindungi investor eksternal dan membantu dalan mengurangi masalah pengambilalihan pemegang saham eksternal khususnya para pemegang saham- saham minoritas.

* + 1. **Variabel CEO *Family Member* pada *Cash Flow Sensitivity of Cash***

#### (CFSC) sektor manufaktur di Indonesia

H2 : *CEO family member* mempunyai pengaruh positif signifikan pada *cash flow sensitivity of cash* (CFSC).

Berdasarkan hasil pengujian hipetesis 2 pada model persamaan 1 diatas, menunjukkan bahwa *CEO Family Member* atau CEO perusahaan merupakan bagian anggota keluarga yang mengontrol aktivitas penuh perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *cash flow sensitivity of cash* (CFSC). Pada hasil uji T statistik model persamaan 1, variabel *CEO Family Member* ini memiliki nilai koefisiensi sebesar 0.015299 dengan arah positif dan memiliki probabilitas sebesar 0.02815 pada level keyakinan 5 persen. Sehingga dengan nilai probabilitas 0.02815 yang lebih lebih kecil dari nilai alpha 0.05, bermakna variabel *CEO Family Member* atau CEO perusahaan adalah anggota keluarga pada sektor manufaktur berpengaruh positif pada sensitivitas perusahaan dalam memegang dana tunai (*cash flow sensitivity of cash*) yang dimiiliki. Setiap kenaikan 1 poin pada variabel *CEO*

71

*Family Member* akan menyebabkan kenaikan pada *cash flow sensitivity of cash*

(CFSC) sebesar 0.015299 dengan pertimbangan variabel lain dianggap bernilai 0. Hasil kajian ini memperkuat hasil penelitian terdahulu oleh Almeida et al.,

(2004) dimana terdapat pengaruh signifikan diantara keduanya serta memiliki arah hubungan yang positif. Penelitian tersebut menemukan bahwa karakteristik keluarga tersebut mampu secara efektif memperluas kekuatan politik grup melalui penunjukkan anggota keluarga pada level dan posisi CEO perusahaan.3

Sejalan dengan riset dan kajian terdahulu, penelitian La porta et al. (1999) dan Burkart et al. (2003) menemukan mayoritas perusahaan berkategori grup konglomerasi di banyak negara dijalankan oleh anggota keluarga. Mereka berpendapat perusahaan pada kategori grup konglomerasi dimana CEO merupakan bagian dari anggota keluarga lebih memperhatikan risiko ekspropriasi yang muncul. Penelitian oleh Ozkan dan Ozkan (2004) menunjukkan konsentrasi kepemilikan manajerial dalam perusahaan yang tinggi sangat erat kaitannya dengan kepemilikan cadangan dana tunai yang berlebih, sehingga memungkinkan manajemen untuk membentuk kubu-kubu didalam perusahaan (*entrenchment).* Sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kalcheva (2007), perusahaan- perusahaan dimana CEO adalah pemegang saham pengendali atau merupakan anggota keluarga berpotensi untuk memegang dana tunai berlebih, mengingat tingginya biaya agensi yang muncul dan masalah keuangan yang ditimbulkan.

* + 1. **Variabel *Busy Directors* pada hubungan *Family Structure* dan *Cash Flow Sensitivity of Cash* (CFSC) sektor manufaktur di Indonesia.**

H3 : *Busy Directors* memperlemah hubungan *family structure* dan *cash flow sensitivity of cash* (CFSC).

Berdasarkan hasil pengujian hipetesis 3 pada model persamaan 2 diatas, menunjukkan bahwa atribut yang ada pada *busy directors* atau rangkap jabatan

3 Struktur kepemilikan yang digunakan pada perusahaan publik di Indonesia adalah cenderung kepemilikan terkonsentrasi. Sehingga CEO/pemilik perusahaan dapat merangkap menjadi direktur ataupun komisaris dalam perusahaan secara bersamaan. Sementara pada negara besar seperti Amerika Serikat, struktur kepemilikan yang digunakan adalah struktur kepemilikan tersebar.

72

komisaris berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hubungan *family structure* dan *cash flow sensitivity of cash* (CFSC). Pertama, hasil uji T statistik model persamaan 2, variabel *Family Ownership* X *Busy Directors* ini memiliki nilai koefisiensi sebesar (0.092517) dengan arah negatif dan memiliki probabilitas sebesar 0.02215 pada level keyakinan 5 persen. Sehingga dengan nilai probabilitas 0.02215 yang lebih lebih kecil dari nilai alpha 0.05, bermakna variabel *Family Ownership* X *Busy Directors* berpengaruh negatif terhadap sensitivitas perusahaan dalam memegang dana tunai (*cash flow sensitivity of cash*).

Setiap penurunan 1 poin pada variabel *Family Ownership* X *Busy Directors* akan menyebabkan penurunan pada *cash flow sensitivity of cash* (CFSC) sebesar (0.092517) dengan pertimbangan variabel lain dianggap bernilai 0. Kedua, hasil uji T statistik model persamaan 2, variabel *CEO Family Member* X *Busy Directors* ini memiliki nilai koefisiensi sebesar (0.044808) dengan arah negatif dan memiliki probabilitas sebesar 0.0161 pada level keyakinan 5 persen. Sehingga dengan nilai probabilitas 0.00805 yang lebih lebih kecil dari nilai alpha 0.05, bermakna variabel *CEO Family Member* X *Busy Directors* berpengaruh negatif terhadap sensitivitas perusahaan dalam memegang dana tunai (*cash flow sensitivity of cash*). Setiap penurunan 1 poin pada variabel *CEO Family Member* X *Busy Directors* akan menyebabkan penurunan pada *cash flow sensitivity of cash* (CFSC) sebesar (0.044808) dengan pertimbangan variabel lain dianggap bernilai 0.

Hasil kajian ini memperkuat hasil penelitian terdahulu oleh Jensen et al., (1986) dimana terdapat pengaruh yang negatif signifikan *busy directors* terhadap hubungan struktur kepemilikan dan sensitivitas dalam memegang dana tunai (CFSC). Hasil penelitian tersebut menunjukkan peran *busy directors* tersebut adalah memperlemah hubungan yang terjadi antara struktur kepemilikan dan sensitivitas dalam memegang dana tunai (CFSC), hal ini menjadi wajar mengingat pada konteks perusahaan-perusahaan dengan skala besar tidak diperlukan lagi kewajiban dalam menyimpan cadangan dana tunai yang besar karena perusahaan tersebut memiliki kecukupan aset liquid untuk menjamin kewajiban serta utangnya. Selanjutnya, Jensen et al., (1986) menemukan bahwa anggota komisaris perusahaan berperan aktif dalam memastikan setiap kelebihan dana tunai (*excess cash*) yang dimiliki perusahaan dikembalikan ke seluruh pemegang saham dalam bentuk

73

dividen, sementara disatu sisi anggota dewan komisaris yang merupakan pemegang saham pengendali wajib menyelaraskan kepentingan mereka dengan kepentingan pemegang saham minoritas lainnya.

Melalui kualitas atribut pada dewan seperti pengaruh tidak langsung *busy directors,* hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan perilaku dalam memegang dana tunai menjadi negatif, hal ini menunjukkan bahwa kualitas pada dewan merupakan bentuk alat *corporate governance* yang efisien dalam mengawasi keputusan-keputusan keluarga di dalam perusahaan. Rangkap jabatan komisaris dapat menimbulkan kekhawatiran pada kinerja perusahaan karena dianggap atribut dewan ini akan membuat anggota komisaris menjadi terlalu sibuk di tempat lain sehingga kualitas pengawasan pada perusahaan menjadi kurang optimal. Namun, peran dan karakteristik pada *busy directors* ini dipandang sebagai langkah yang efektif perusahaan untuk memperluas koneksi politik pada pihak *stakeholders* (*third party* dan pemerintah) dan memperluas citra perusahaan.

#### Variabel Kontrol

##### Firms Size

Berdasarkan hasil tabel uji T pada model persamaan diatas menunjukkan variabel ini mempunyai arah koefisien (+) sebesar 0.000497 dan tingkat *probability* 0.4499. Sehingga, angka *probability* 0.4499 yang muncul lebih dari nilai alpha (0.05) mengartikan *firms size* tidak memiliki pengaruh secara signifikan pada sensitivitas dalam memegang dana tunai (CFSC).

Menurut Opler et al., (1999) perusahaan-perusahaan dengan ukuran skala besar, jumlah aktiva/aset besar, serta tingkat kapitalisasi pasar yang besar bertendensi untuk tidak menimbun sejumlah dana tunai dengan jumlah besar, disebabkan perusahaan-perusahaan dengan skala besar tersebut mempunyai kemudahan akses untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal. Sebaliknya perusahaan dengan skala kapitalisasi pasar rendah mendapatkan masalah untuk medapatkan sumber pendanaan. Sejalan dengan penemuan Almeide et., al (2004) perusahaan-perusahaan dengan skala besar menghadapi lebih sedikit masalah kendala keuangan (*financial distress*).

74

##### Market to Book Ratio (MTB)

Berdasarkan pada tabel uji T diatas menunjukkan variabel *MTB* ini mempunyai arah koefisien (+) sebesar 0.001383 dan tingkat *probability* 0.01545 pada tingkat signifikansi keyakinan di level 1%. Sehingga, dengan probabilitas 0.01545 kurang dari nilai alpha (0.05) bermakna variabel *MTB* ini memiliki signifikasi pengaruh terhadap sensitivitas dalam memegang dana tunai (CFSC). Setiap kenaikan angka pada variabel *MTB* sebesar 1 poin, diikuti kenaikan *variabel cash flow sensitivity of cash* sebesar 2.163204 dengan pertimbangan variabel lain bernilai 0.

MTB merupakan indikator dan alat ukur dalam menilai peluang investasi dan prospek pertumbuhan perusahaan. Penelitian oleh Opler et al.,(1999) menunjukkan peluang pertumbuhan investasi perusahaan secara positif berpengaruh pada perilaku dalam memegang dana tunai dengan indikasi tingkat kebutuhan pendanaan yang tinggi dan kebutuhan dalam memiliki cadangan dana tunai.

##### Capital Expenditure (Capex)

Berdasarkan hasil tabel uji T pada model persamaan diatas *Capex* mempunyai koefisien bernilai (-) sebesar 0.212065 dan tingkat *probability* sebesar 0.0000. Sehingga, angka *probability* 0.0000 kurang dari alpha (0.05) menunjukkan *Capes* mempunyai signifikansi pengaruh yang berarah negatif pada sensitivitas dalam memegang dana tunai (CFSC).

Belanja modal (*Capex*) merupakan indikator dan bentuk rasio dari pengeluaran bersih investasi yang dilakukan terhadap total aset yang dimiliki perusahaan. Sehingga implikasi yang muncul adalah peningkatan pada rasio *Capex* akan berindikasi pada penurunan tingkat rasio kas yang dimiliki perusahaan.

##### Changes In Net Working Capital (Delta NWC)

Berdasarkan hasil tabel uji T pada model persamaan diatas menunjukkan variabel *Changes in NWC* memiliki arah koefisien (+) 0.000189 dan tingkat *probability* sebesar 0.38645. Sehingga, angka *probability* 0.38645 > dari nilai alpha (0.05) menunjukkan *Changes in NWC* tidak mempunyai signifikansi pengaruh terhadap sensitivitas dalam memegang dana tunai (CFSC).

75

Delta perubahan pada *Net Working Capital* merupakan bentuk dari selisih *current asset* dengan *current liabilities* yang dimiliki. Menurut Opler et al., (1999) *Changes in NWC* merupakan bentuk dari substitusi dana kas yang dimiliki perusahaan sehingga memiliki arah hubungan negatif pada sensitivitas dalam memegang dana tunai.

#### Robustness Check Variabel Independen Family Structure (CEO Family Member)

Pada variabel independen *family structure* terbagi atas *family ownership* dan *CEO family member* sebagai parameter pengukuran. *Family ownership* dilihat melalui persentase kepemilikan kontrol keluarga dan sementara *CEO family member* dilihat melalui variabel *dummy* dimana nilai 1 adalah CEO merupakan bagian anggota keluarga dan nilai 0 adalah jika CEO bukan bagian dari anggota keluarga (Boubaker et al., 2015).

Oleh karena riset ini menggunakan *dummy variable* sebagai pengukuran maka perlu dilakukan proses kevalidan pada data melalui uji *robustness check* data. Sehingga output yang didapatkan adalah sebagai berikut.

**Tabel 4.11 Ringkasan Hasil *Robustness Check CEO Family Member***

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Variabel Independen** | ***Coefficient*** | ***t-Statistic*** | ***Probability*** |
| ***C*** | 1.39119 | 0.41364 | 0.000 |
| ***CEOFamMember*** | 0.015299 | 0.578412 | 0.000\*\* |
| **Jumlah Observasi** | 668 | | |
| ***Cross Section*** | 134 | | |
| ***Methode*** | *Fixed Effect Model* | | |
| ***R-squared*** | 0.6231 | | |
| ***Adjusted R-Squared*** | 0.5779 | | |
| ***Prob. (F-Statistic)*** | 0.0000 | | |
| \*\*\* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.01 (1%) | | | |
| \*\* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.05 (5%) | | | |
| \* Signifikansi pada level/tingkat keyakinan sebesar 0.10 (10%) | | | |

*Source* : Data diolah (*Eviews*)

76

Berdasarkan hasil dari *robustness check* pada *CEO family member* diatas, menunjukkan *dummy* variabel ini sudah *robust* atau valid untuk digunakan dalam analisis regresi data penelitian.

#### Tabel 4.12Ringkasan Hasil Penelitian

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Judul Penelitian** | **Rumusan Masalah Penelitian** | **Hipotesis Penelitian** | **Keputusan dan Hasil Penelitian** |
|  | Ada atau | Hipotesis 1 *:* | Keputusan : tidak menerima |
|  | tidaknya | *Family ownership* | Ha1 , menerima H01 . Hasil : |
|  | pengaruh *family* | berpengaruh positif | sesuai dengan penyusunan |
|  | *ownership* | terhadap *cash flow* | hipotesis 1, terdapat |
|  | terhadap *cash* | *sensitivity of cash* | pengaruh yang signifikan |
| Pengaruh Tidak | *flow sensitivity* | (CFSC) sektor | antara *family ownership* |
| Langsung *Busy* | *of cash* | manufaktur. | terhadap *cash flow sensitivity* |
| *Directors* | perusahaan? |  | *of cash.* |
| Terhadap |
| Ada atau  tidaknya pengaruh *CEO Family Member* terhadap *cash flow sensitivity of cash*  perusahaan? | Hipotesis 2 *:*  Anggota keluarga yang menjadi CEO perusahaan berpengaruh positif terhadap *cash flow sensitivity of cash*  (CFSC) sektor manufaktur. | Keputusan : tidak menerima Ha1 , menerima H01 . Hasil : sesuai dengan penyusuan hipotesis 2, terdapat pengaruh yang signifikan antara *CEO Family Member* terhadap *cash flow sensitivity of cash.* |
| Hubungan |
| Struktur |
| Kepemilikan |
| Keluarga dan |
| *Cash Flow* |
| *Sensitivity of* |
| *Cash* |
| (Studi Empiris |
| Perusahaan  Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017) |
| Secara empiris, ada atau  tidaknya pengaruh *busy directors* terhadap | Hipotesis 3 :  *Busy Directors* memperlemah hubungan struktur keluarga dan *cash flow sensitivity of cash* | Keputusan : tidak menerima Ha1 , menerima H01. Hasil : Sesuai dengan penyusunan hipotesis 3, terdapat pengaruh negatif yang signifikan *Busy*  *Directors* terhadap hubungan |
|  | hubungan *family* | (CFSC) sektor | *family structure* dan *cash flow* |
|  | *structure* dan | manufaktur. | *sensitivity of cash* pada |
|  | *cash flow* |  | perusahaan. Sehingga, peran |
|  | *sensitivity of* |  | *Busy Directors* pada |
|  | *cash* |  | penelitian ini adalah |
|  | perusahaan? |  | memperlemah pengaruh |
|  |  |  | hubungan *family structure* |
|  |  |  | dan *cash flow sensitivity of* |
|  |  |  | *cash* pada perusahaan. |

*Source* : *Literature* Penulis

77

#### Implikasi Manajerial

Permasalahan keageanan pada kepemilikan keluarga kerap terjadi pada perusahaan-perusahaan dengan pola struktur kepemilikan terkonsetrasi. Sebagian besar struktur kepemilikan perusahaan di negara Indonesia mempunyai pola terkonsentrasi sehingga CEO perusahaan juga dapat duduk dan merangkap sebagai dewan direksi atau komisaris di perusahaan. Struktur kepemilikan terkonsenntrasi bertendensi untuk mengekspropriasi/ merampas kepentingan *minority shareholders* dengan kekuatan *political expropriation* yang dimiliki dalam wujud pengambilan keputusan investasi melalui wujud perilaku-perilaku memegang dana tunai perusahaan.

Dewasa ini, perusahaan-perusahaan di Indonesia pada ketogori keluarga telah berkembang secara signifikan di berbagai sektor dan sub sektor. Grup perusahaan keluarga seperti Grup Sinar Mas, Grup Salim dan Ciputra Grup, Grup Lipo, Grup Siera yang juga tercatat dalam lantai bursa efek merupakan beberapa contoh dimana terdapat sekelompok komisaris duduk sebagai dewan di beberapa grup atau merangkap jabatan secara bersamaan. Pendapatan bersih pada pemilik/ CEO grup perusahaan tersebut juga terbukti meningkat secara cukup signifikan. Sebagai contoh, pendapatan Salim Group meningkat secara fantastis, terdapat tujuh anak usahanya yang terdaftar di IDX tercatat sebagai sumber pencipta dan penghasil uang. Sumber kontribusi pendapatan terbesar berasal dari INDF (PT. Indofood Sukses Makmur), ICBP (PT. Indofood CBP Sukser Makmur Tbk), LISP (*Chocoladefabriken Lindt & Spruengli AG Participation*), IMAS (PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk), dan DNET (PT. Indoritel Makmur Internasional Tbk) menyebabkan kekayaan pribadi pemilik group juga ikut meningkat secara drasitis. Oleh karena itu, sangat dibutuhkan instrumen yang memonitor secara efektif praktek tata kelola dan juga alat kontrol setiap keputusan-keputusan ekonomi kelaurga yang diambil. Hal ini dapat terwujud melalui fungsi dan peran *board of commissionaires*.

Sehingga, melalui kualitas karakteristik yang kuat pada dewan (komisaris) seperti peran tidak langsung *busy directors,* hasil kajian empiris ini telah membuktikan bahwa hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dan perilaku dalam memegang dana tunai telah melemahkan hubungan keduanya. Sehigga,

78

permasalahan keagenan pada struktur kepemilikan keluarga dan permasalahan *financial constraints (cash flow sensitivity of cash)* dalam mendapatkan pendanaan eksternal di pasar modal dapat terselesaikan. Hal ini mengindikasikan bahwa atribut dan karakteristik *busy directors* merupakan bentuk representasi *image* positif perusahaan dan alat *corporate governance* yang mampu mengawasi secara efektif dan efisien setiap keputusan-keputusan ekonomi keluarga dalam perusahaan.

# BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

#### Kesimpulan

Menyelidiki dan mengidentifikasi permasalahan keagenan (ekspropriasi dan *entrenchment)* yang muncul pada struktur kepemilikan keluarga dan permasalahan *financial constraints (cash flow sensitivity of cash)* perusahaan dalam mendapatkan pendanaan eksternal di pasar modal serta pengaruh tidak langsung dari keberadaaan *busy directors* dalam hubungan tersebut merupakan tujuan dalam riset dan kajian ini. Dalam riset ini faktor-faktor yang diselidiki adalah besaran dari *cash flow sensitivity of cash* dan *family structure* yang berasal dari *balance sheet* yaitu *delta cash and cash equivalent* terhadap total aset perusahaan dan besaran *concentrated ownership* yang ada dalam perusahaan. Serta, *dummy* pada rangkap jabatan *Board of Commissionaires* (BOC) sebagai bentuk dari *busy directors*. Fokus utama dalam riset ini terbatas pada perusahaan-perusahaan sektor manufaktur di Indonesia pada periode 2013 sampai dengan 2017 dari berbagai sub sektor manufaktur.

Pertama, hasil dari riset penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan keluarga mempunyai pengaruh positif terhadap *cash flow sensitivity of cash* pada berbagai sektor dan sub sektor manufaktur. Struktur kepemilikan keluarga terdiri atas persentase kepemilikan *rights control* dan keberadaan *CEO Family Member* dalam perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa *agency problem* pada struktur kepemilikan keluarga yang dihadapi berdampak pada kesulitan perusahaan tersebut untuk memperoleh *eksternal funding* (Almeida et al., 2004).

Kedua, hasil dari riset ini juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan dari pengaruh tidak langsung *busy directors* terhadap hubungan struktur kepemilikan keluarga dan *cash flow sensitivity of cash* pada berbagai sektor dan sub sektor manufaktur, menunjukkan peran *busy directors* sebagai bentuk moderasi memperlemah hubungan diantara keduanya. Hal tersebut mengindikasikan bahwa peran dan karakteristik dari rangkap jabatan dewan komisaris yang ada mampu menjadi alat dan instrumen *corporate governance* perusahaan dalam menangani

80

permasalahan keagenan pada *concentrated ownership* dan juga kendala keuangan perusahaan dalam memperoleh pendanaan eksternal*. Busy directors* dipandang mampu berperan secara aktif, efisien, dan efektif dalam mengawasi setiap keputusan-keputusan strategis yang dibuat keluarga dalam perusahaan dan atribut ini memungkinkan perusahaan untuk memperluas koneksi politik dan *image* nya (Boubaker et al., 2015).

#### Keterbatasan Penelitian

Disebabkan riset penelitian ini merupakan jenis penelitian empirik yang mengacu pada kombinasi jurnal-jurnal dalam menyusun parameter dan *proxy* nya, maka terdapat keterbatasan penelitian yang dihadapi.

* + 1. Parameter pengukuran *family structure* dalam riset penelitian ini terdiri dari persentase kepemilikan keluarga dalam perusahaan dan juga *CEO family member* padahal terdapat *proxy* lain yang dapat digunakan seperti *excess of control.*
    2. Parameter untuk mengukur nilai dari *busy directors* adalah *dummy* pada *board of commissionaires* (BOC) bernilai 1 apabila terdapat rangkap jabatan dewan komisaris pada lebih dari satu perusahaan secara bersamaan, dan bernilai 0 apabila tidak merangkap jabatan. Terdapat *proxy* lain yang dapat digunakan seperti rangkap jabatan pada *board of directors* (BOD).

#### Saran

Saran penelitian disusun berdasalkan hasil riset penelitian dan diperlukan karena munculnya beberapa keterbatasan penelitian ini. Saran penelitian ini ditujukkan untuk perusahaan dan kalangan akademisi.

* + 1. Bagi perusahaan, permasalahan keagenan yaitu ekspropriasi serta *entranchmen*t dan pengaruhnya pada kendala keuangan untuk mendapatkan *eksternal financing* atau akses masuk pada pasar modal perlu menjadi perhatian bersama. Riset ini membuktikan bahwa peran grup keluarga masih memiliki kekuatan yang cukup besar untuk membuat setiap keputusan- keputusan strategis dalam perusahaan. Semakin tinggi kontrol grup keluarga

80

81

dalam perusahaan berdampak pada meningkatnya biaya keagenan bagi perusahaan.

* + 1. Bagi kalangan akademisi, bagi peneliti yang ingin melakukan riset penelitian lanjutan topik ini maka disarankan untuk memperluas observasi sampel hingga mencakup seluruh perusahaan publik dan juga memperdalam parameter/ukuran struktur kepemilikan keluarga, hasil penelitian ini hanya terbatas pada persentase kepemilikan dan keberadaan *CEO family member* sub sektor manufaktur. Serta, memperdalam konteks *busy directors* hingga keberadaaan peran rangkap jabatan dari *Board of Directors* (BOD).

# DAFTAR PUSTAKA

1. Acharya, V., Almeida, H. and Campello, M. (2007), “Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 16 No. 2, pp. 515-554.
2. Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M. (2004), “The cash flow sensitivity of cash”, The Journal of Finance, Vol. 59 No. 4, pp. 1777-1804.
3. Anderson, R.C., Mansi, S. and Reeb, D.M. (2003), “Founding family ownership and the agency cost of Debt”, Journal of Financial Economics, Vol. 68 No. 2, pp. 263-285.
4. Bates, T., Kahle, K. and Stulz, R. (2009), “Why do US firms hold so much more cash than they used to?”, *The Journal of Finance*, Vol. 64 No. 5, pp. 1985-2021.
5. Boubaker, S., Derouiche, I. and Nguyen, D. (2015), “Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms”, *Journal of Management and Governance*, Vol. 2 No. 2, pp. 341-370.
6. Boubaker, S., Derouiche, I. and Saffar, W. (2013), “Excess control rights, corporate governance and cash flow sensitivity of cash”, working paper, European Financial Management Association.
7. Carter, D.A., Simkins, B.J. and Simpson, W.G. (2003), “Corporate governance, board diversity, and firm value”, Financial Review, Vol. 38 No. 1, pp. 33-53.
8. Cashman, G. D., Gillan, S. L., & Jun, C. (2012). Going overboard? On busy directors and firm value. Journal of Banking & Finance, 36(12), 3248–3259.
9. Chen, S., Chen, X. and Cheng, Q. (2008), “Do family firms provide more or less voluntary disclosure?”, Journal of Accounting Research, Vol. 46 No. 3, pp. 499-536.
10. Ellen Rouyer, (2016) "Family ownership and busy boards: impact on performance", Management Decision, Vol. 54 Issue: 4, pp.832-853.
11. Fama, E. and Jensen, M. (1983), “Separation of ownership and control”, The Journal of Law and Economics, Vol. 26 No. 2, pp. 301-325.
12. Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. The Journal of Finance, 58(3), 1087–1112.
13. Guizani, A., Lakhal, F. (2018), “The cash flow sensitivity of cash in family firms : does the board of directors matter ”, *Managerial Finance*, Vol. 44 Issue : 11, pp.1364-1380.
14. Gujarati. 2010. *Ekonometrika Dasar* . Penerbit Erlangga: Jakarta.
15. Jensen, M. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, American Economic Review, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.

82

83

1. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), “The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, Journal of Financial Economics, Vol. 3 No. 3, pp. 305-360.
2. Jensen, M. (1986), “Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers”, American Economic Review, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.
3. Kalcheva, L. (2007), “International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems”, Review of Financial Studies, Vol. 20 No. 4, pp. 1087-1112.
4. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), “Corporate ownership around the world”, Journal of Finance, Vol. 54 No. 2, pp. 471- 518.
5. Miller, Merton H., and Daniel Orr. 1966. A model of the demand for money by firms. *Quarterly Journal of Economics* 80, 413–435.
6. Nachrowi, D.N, dan Usman, Hardius. 2005. Penggunaan Teknik Ekonomitrika. Edisi Revisi. Rajawali Press. Jakarta. 2005.
7. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (1999), “The determinants an implications of corporate cash holdings”, Journal of Financial Economics, Vol. 52 No. 1, pp. 3-46.
8. Ozkan, A. and Ozkan, N. (2004), “Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies”, Journal of Banking & Finance, Vol. 28 No. 9, pp. 2103-2134.
9. Ross, Westerfield and Jaffe. 2002, Corporate Finance, Interantional Edition, New York : McGraw-Hill.

84

#### LAMPIRAN 1

**Daftar Contoh Sampel Grup Kepemilikan Keluarga Pada Sektor Manufaktur di Indonesia**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **No** | **Kode Emiten IDX** | **Nama Perusahaan** | **Grup** |
| 1 | BGMT | PT Baligraha Medikatama | Lippo Group |
| 2 | INTP | PT Indocement Tunggal | Salim Group |
| 3 | SULI | PT Sumalindo Lestari Jaya | Astra Internasional Group |
| 4 | SIPD | PT Sierad Produce | Sierad Group |
| 5 | IMAS | PT Indomobil Sukses Internasional | Soebronto Laras Group |
| 6 | IGAR | PT Igar Jaya | Kalbe Group |
| 7 | INDR | PT Indorama Synthetics | Texmaco Group |
| 8 | LPKR | PT Lippo Karawaci | Lippo Group |
| 9 | LPLD | PT Lippo Land Development | Lippo Group |
| 10 | DNKS | PT Dankos Laboratories | Kalbe Group |
| 11 | BUMI | PT Bumi Resources | Bakrie Group |
| 12 | ALDI | PT Alter Abadi | Varia Group |
| 13 | PUDP | PT Pudjiadi Prestige | Jayakarta Group |
| 14 | DUTI | PT Duta Pertiwi | Sinar Mas Group |
| 15 | ENRG | PT Energi Mega Persada | Bakrie Group |
| 16 | ADES | PT. Akasha Wira Internasional | Lippo Group |
| 17 | ADMG | PT. Polychem Indonesia Tbk | Lindo Group |
| 18 | INDF | PT. Indofood Sukses Makmur | Salim Group |
| 19 | ICBP | PT. Indofood CBP Sukses Makmur | Salim Group |
| 20 | LISP | PT. Chocoladefabriken Lindt & Spruengli AG  Participation | Salim Group |
| 21 | IMAS | PT Indomobil Sukses Internasional Tbk | Salim Group |
| 22 | DNET | PT Indoritel Makmur Internasional Tbk | Salim Group |

85

#### LAMPIRAN 2

**Daftar Jumlah dan Nama Kode *Busy Directors* Perusahaan Pada Sektor Manufaktur**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Rank** | **Companies** | **Years** | **Total Number of Board Seats** | **Number of Director Positions** | **Number of Commissioner Positions** |
| **Held more than five board seats** | | | | | |
| **1** | **ADES** | **2013-2016** | **7** | **0** | **7** |
| **1** | **ADMG** | **2013-2017** | **7** | **0** | **7** |
| **3** | **AKKU** | **2013-2017** | **6** | **1** | **5** |
| **Held less than five board seats** | | | | | |
| **4** | **ALTO** | **2013-2017** | **5** | **3** | **2** |
| **4** | **AMFG** | **2013-2017** | **5** | **0** | **5** |
| **4** | **APLI** | **2013-2016** | **5** | **0** | **5** |
| **4** | **ARGO** | **2013-2016** | **5** | **0** | **5** |
| **4** | **ASII** | **2013-2016** | **5** | **0** | **5** |
| **Held less than five board seats** | | | | | |
| **9** | **AUTO** | **2013-2017** | **4** | **3** | **1** |
| **9** | **BAJA** | **2013-2017** | **4** | **3** | **1** |
| **9** | **BATA** | **2013-2017** | **4** | **3** | **1** |
| **9** | **BRNA** | **2013-2017** | **4** | **2** | **2** |
| **9** | **BUDI** | **2013-2016** | **4** | **1** | **3** |
| **9** | **CEKA** | **2013-2016** | **4** | **1** | **3** |
| **9** | **CNTB** | **2013-2017** | **4** | **1** | **3** |
| **9** | **DLTA** | **2013-2017** | **4** | **1** | **3** |
| **9** | **DPNS** | **2014-2017** | **4** | **1** | **3** |
| **9** | **ERTX** | **2013-2017** | **4** | **0** | **4** |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **9** | **ESTI** | **2013-2017** | **4** | **0** | **4** |
| **9** | **FASW** | **2014-2017** | **4** | **0** | **4** |
| **9** | **GDST** | **2014-2017** | **4** | **0** | **4** |
| **9** | **GGRM** | **2013-2016** | **4** | **0** | **4** |
| **9** | **GJTL** | **2013-2017** | **4** | **0** | **4** |
| **9** | **HDTX** | **2013-2017** | **4** | **0** | **4** |
| **9** | **HMSP** | **2013-2017** | **4** | **0** | **4** |
| **9** | **IGAR** | **2013-2017** | **4** | **0** | **4** |
| **9** | **IKAI** | **2013-2017** | **4** | **0** | **4** |
| **Held less than five board seats** | | | | | |
| **27** | **INKP** | **2013-2017** | **3** | **3** | **1** |
| **27** | **IPOL** | **2013-2016** | **3** | **3** | **1** |
| **27** | **JECC** | **2013-2016** | **3** | **3** | **1** |
| **27** | **JKSW** | **2013-2017** | **3** | **3** | **2** |
| **27** | **JPFA** | **2013-2017** | **3** | **3** | **3** |
| **27** | **KAEF** | **2013-2017** | **3** | **3** | **1** |
| **27** | **KBLI** | **2013-2017** | **3** | **2** | **1** |
| **27** | **KBRI** | **2013-2017** | **3** | **2** | **1** |
| **27** | **KDSI** | **2013-2017** | **3** | **2** | **1** |
| **27** | **KLBF** | **2013-2017** | **3** | **2** | **1** |
| **27** | **LION** | **2013-2016** | **3** | **2** | **1** |
| **27** | **LPIN** | **2015-2017** | **3** | **2** | **1** |
| **27** | **MERK** | **2013-2017** | **3** | **2** | **1** |
| **27** | **MRAT** | **2013-2017** | **3** | **2** | **1** |
| **27** | **MYOR** | **2013-2017** | **3** | **1** | **2** |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **27** | **MYTX** | **2013-2017** | **3** | **1** | **2** |
| **27** | **PBRX** | **2013-2017** | **3** | **1** | **2** |
| **27** | **POLY** | **2013-2017** | **3** | **1** | **2** |
| **27** | **PRAS** | **2013-2017** | **3** | **1** | **2** |
| **27** | **PSDN** | **2013-2017** | **3** | **1** | **2** |
| **Held less than five board seats** | | | | | |
| **27** | **PTSN** | **2013-2017** | **3** | **1** | **3** |
| **27** | **PYFA** | **2013-2017** | **3** | **1** | **2** |
| **27** | **RICY** | **2013-2016** | **3** | **1** | **3** |
| **27** | **RMBA** | **2013-2016** | **3** | **0** | **2** |
| **27** | **ROTI** | **2013-2017** | **3** | **0** | **2** |
| **27** | **SCCO** | **2013-2016** | **3** | **0** | **2** |
| **27** | **SCPI** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SIDO** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SIMA** | **2013-2016** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SMGR** | **2013-2016** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SMSM** | **2013-2016** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SPMA** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SRIL** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SRSN** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SSTM** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **STAR** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **STTP** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **SULI** | **2013-2016** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **TALF** | **2013-2016** | **3** | **0** | **1** |

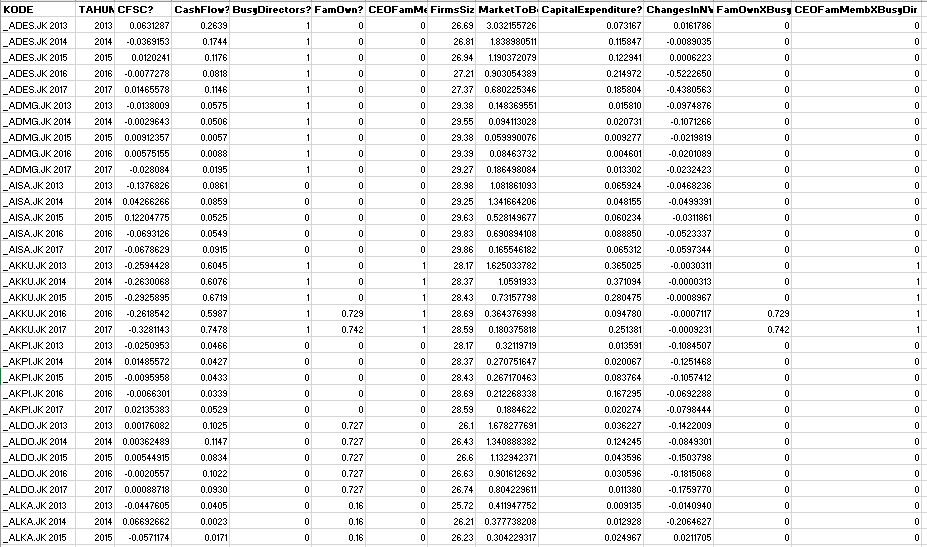
|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **27** | **TBMS** | **2013-2016** | **3** | **0** | **1** |
| **27** | **TCID** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **TFCO** | **2014-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **TIRT** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **TKIM** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **TOTO** | **2014-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **TPIA** | **2014-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **TRIS** | **2013-2016** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **ULTJ** | **2013-2016** | **3** | **0** | **4** |
| **27** | **UNIC** | **2013-2016** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **VOKS** | **2014-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **27** | **YPAM** | **2013-2017** | **3** | **0** | **3** |
| **Total Count : 74 board members** | | | | | |

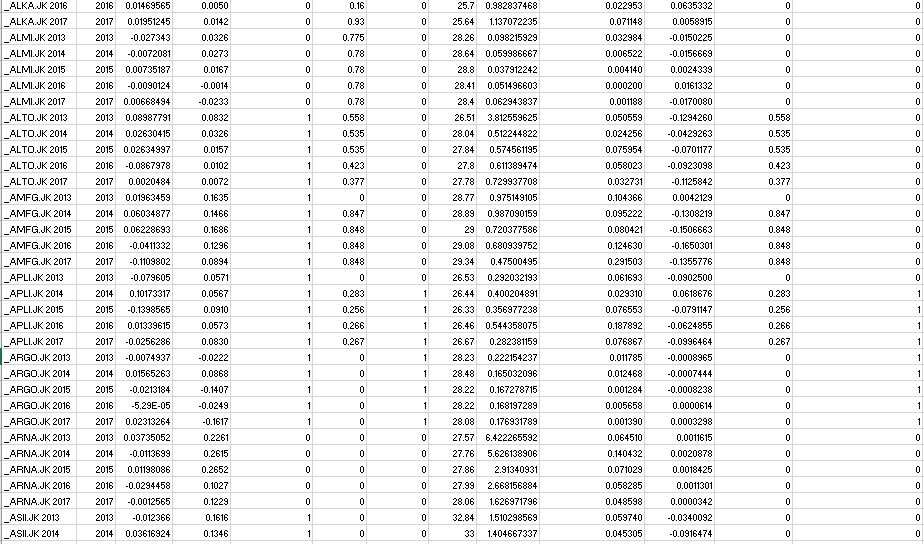
89

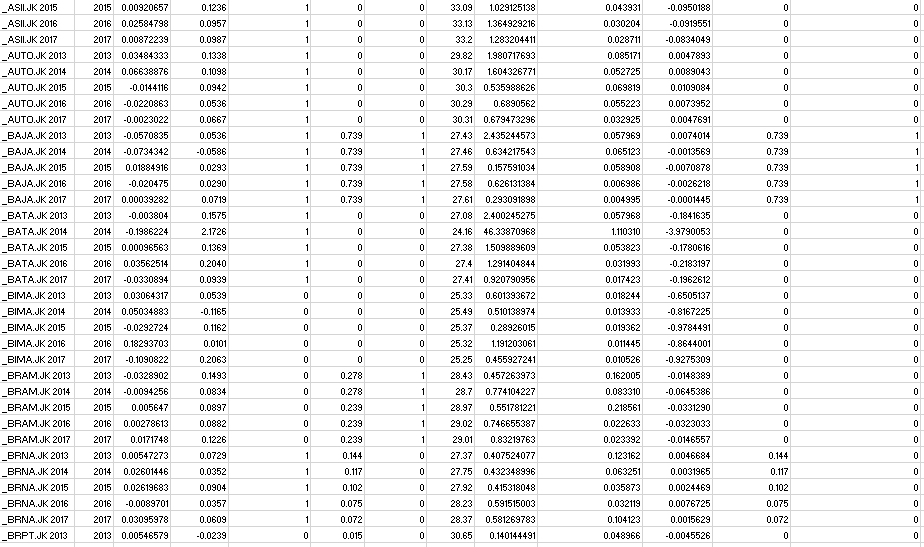
#### LAMPIRAN 3

**Hasil Perhitungan Seluruh Variabel Pada Model**

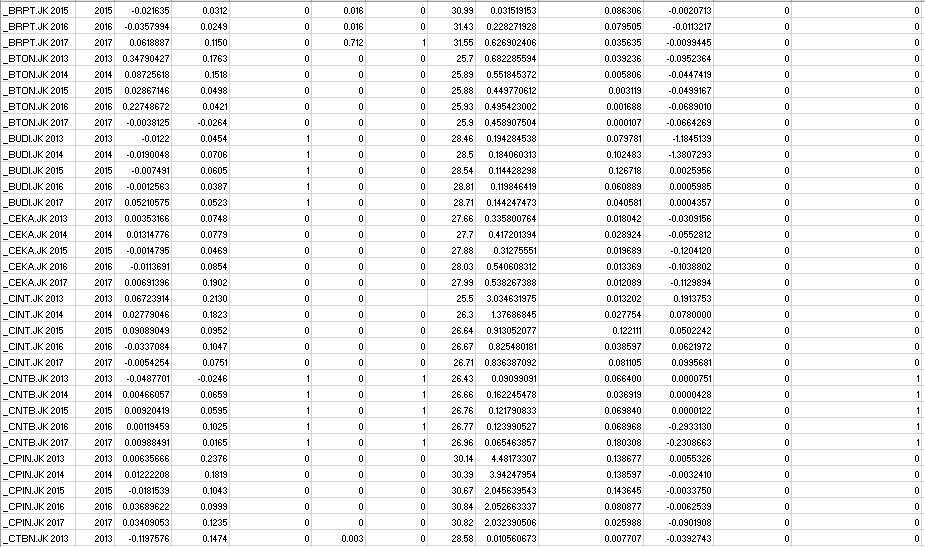
**Persamaan**





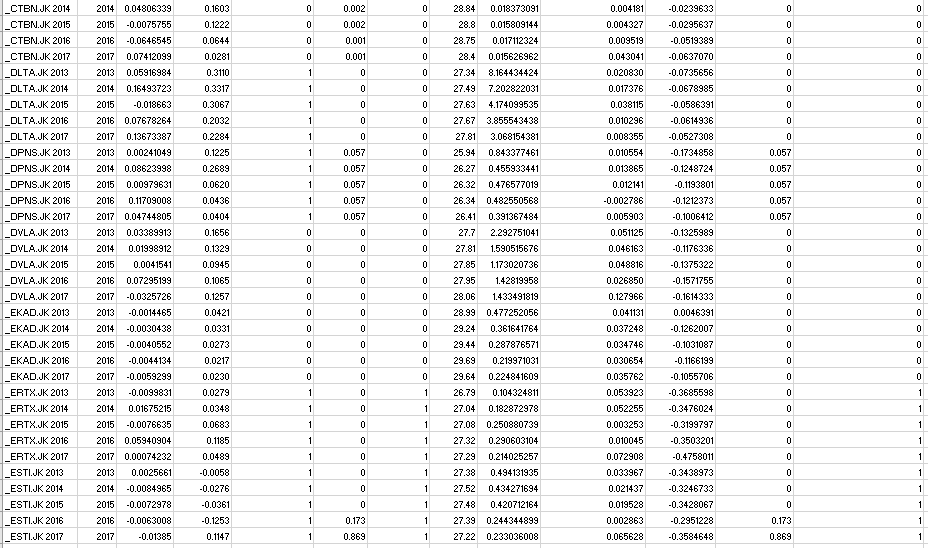


**Universitas Indonesia**

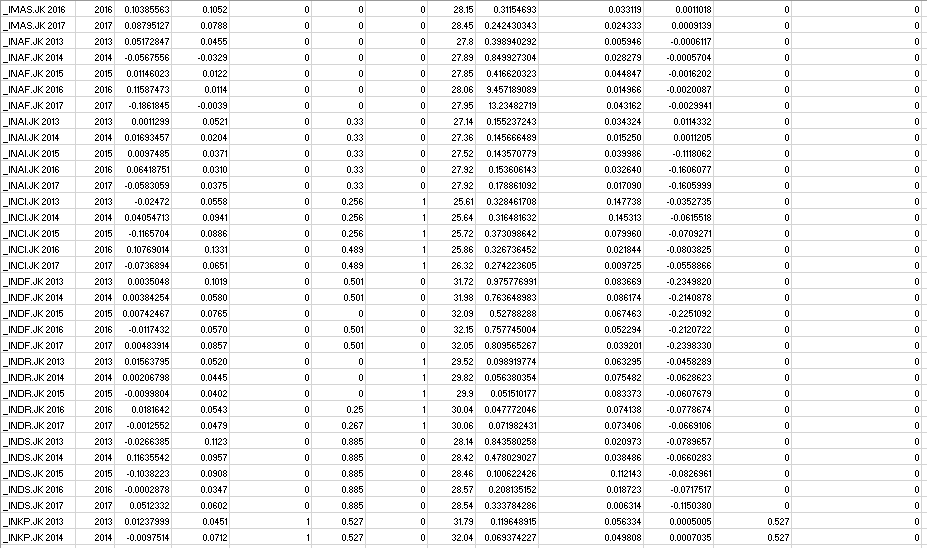


96

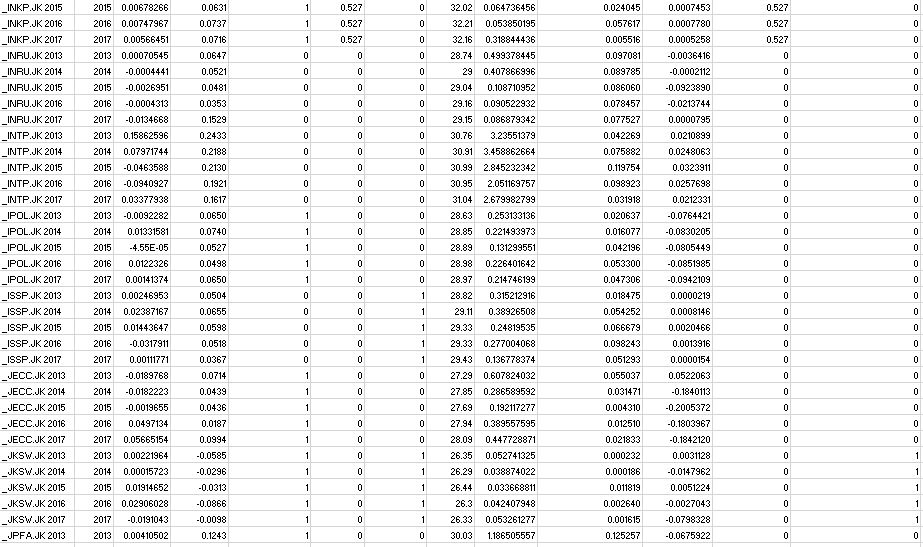
**Universitas Indonesia**



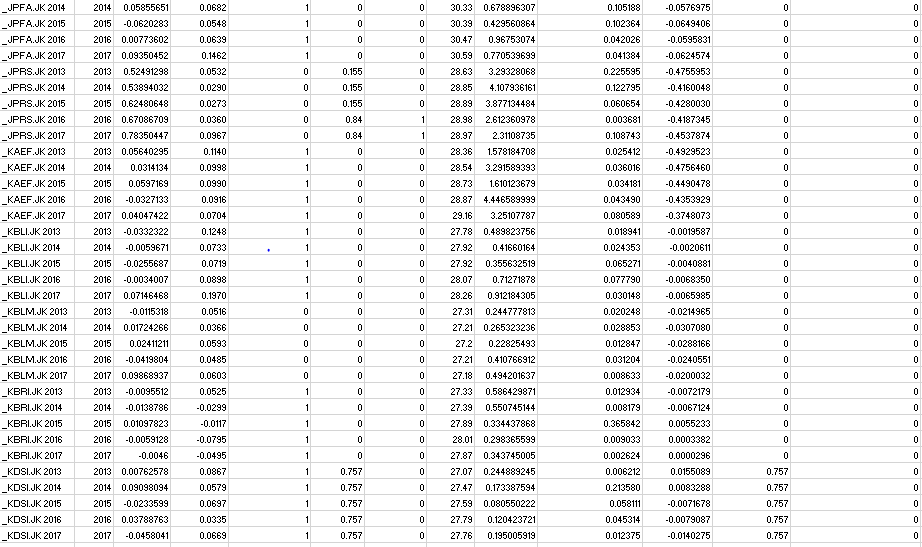
**Universitas Indonesia**

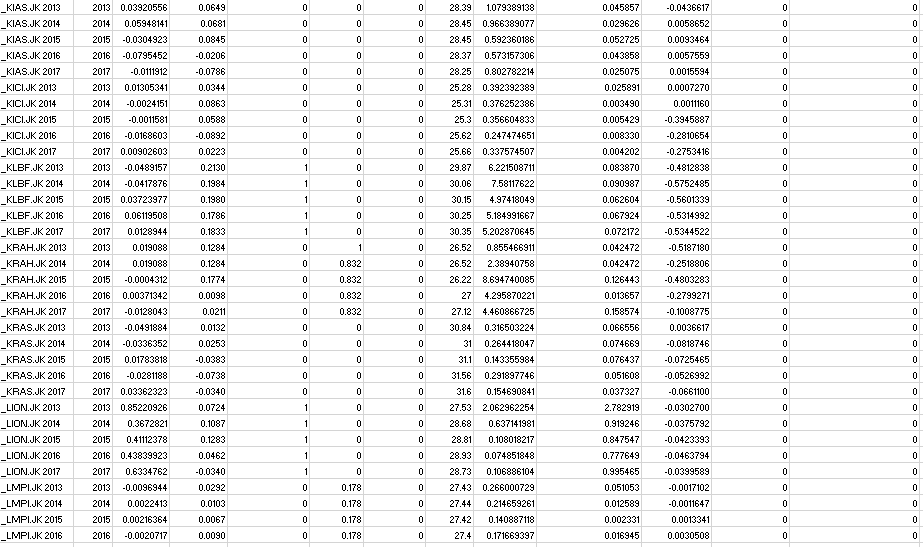


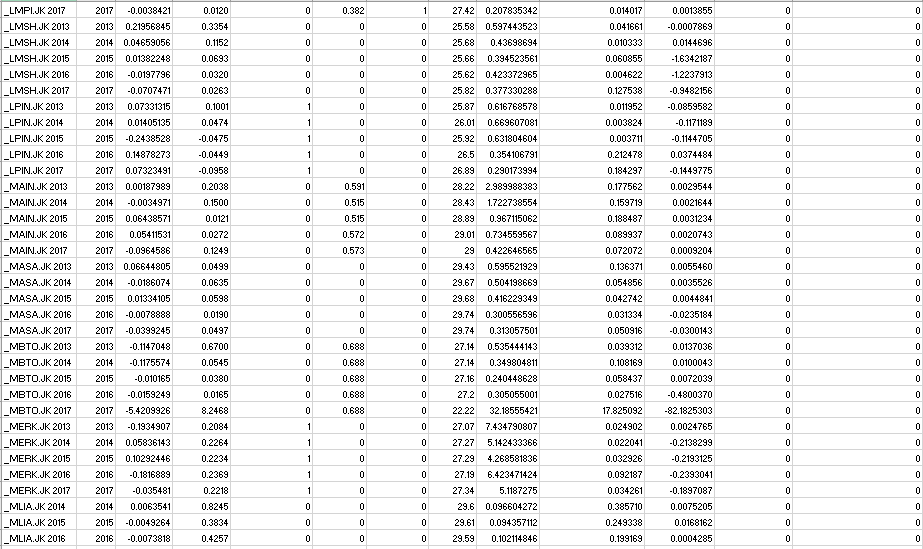
**Universitas Indonesia**



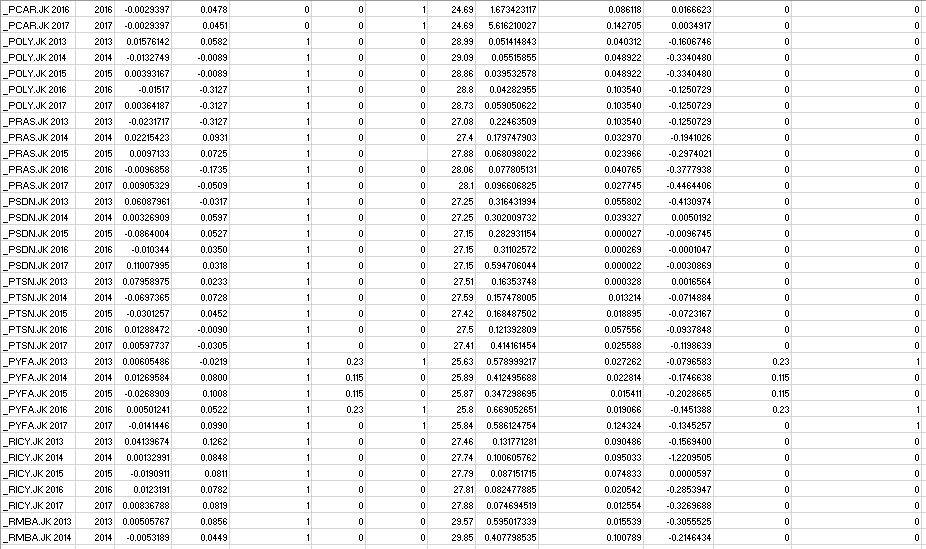
**Universitas Indonesia**







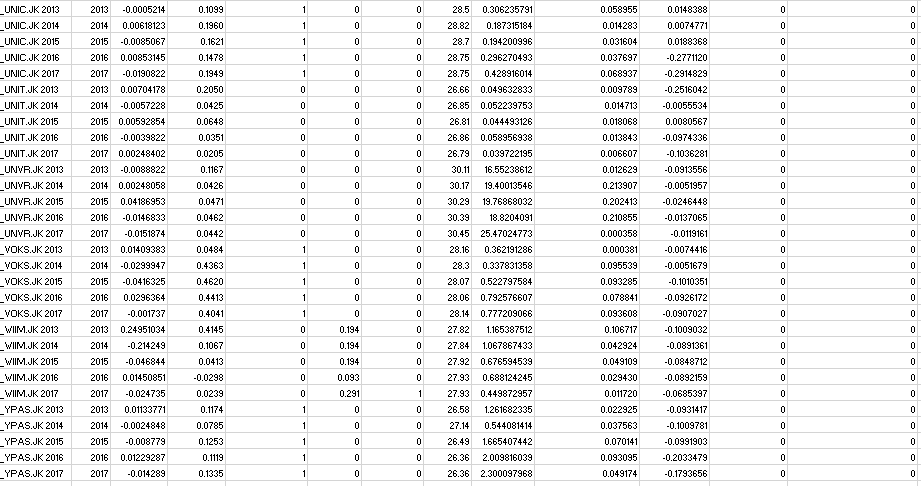
**Universitas Indonesia**



**Universitas Indonesia**

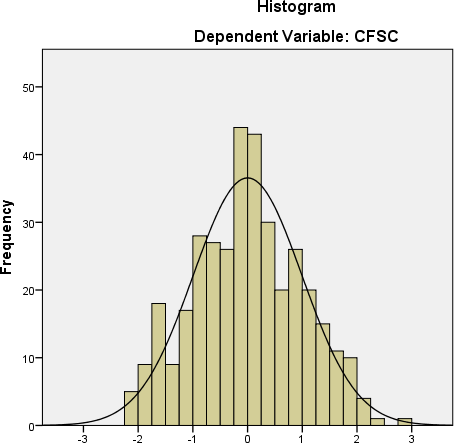


**Universitas Indonesia**



#### LAMPIRAN 4

**Hasil Uji Normalitas (Kolmogorov- Smirnov)**



***Mean = -1.10E-16***

***Std.Dev = 0.993***

***N = 134***

***Observation = 668***

#### LAMPIRAN 5

**Data Ekstrem *Value Cross Sections***

##### (Outliers)

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ***Highest Ekstrem Value*** | | | ***Lowest Ekstrem Value*** | | |
| **KODE** | **TAHUN** | **CFSC** | **KODE** | **TAHUN** | **CFSC** |
| \_BTON.JK 2013 | 2013 | 0.34790427 | \_AKKU.JK 2013 | 2013 | -0.25944283 |
| \_BTON.JK 2014 | 2014 | 0.087256175 | \_AKKU.JK 2014 | 2014 | -0.26300683 |
| \_BTON.JK 2015 | 2015 | 0.028671456 | \_AKKU.JK 2015 | 2015 | -0.29258951 |
| \_BTON.JK 2016 | 2016 | 0.227486718 | \_AKKU.JK 2016 | 2016 | -0.26185422 |
| \_BTON.JK 2017 | 2017 | 0.00381255 | \_AKKU.JK 2017 | 2017 | -0.32811426 |
| \_JPRS.JK 2013 | 2013 | 0.524912982 | \_JECC.JK 2013 | 2013 | -0.01897679 |
| \_JPRS.JK 2014 | 2014 | 0.538940322 | \_JECC.JK 2014 | 2014 | -0.01822234 |
| \_JPRS.JK 2015 | 2015 | 0.624806477 | \_JECC.JK 2015 | 2015 | -0.00196554 |
| \_JPRS.JK 2016 | 2016 | 0.670867089 | \_JECC.JK 2016 | 2016 | -0.049713403 |
| \_JPRS.JK 2017 | 2017 | 0.783504472 | \_JECC.JK 2017 | 2017 | -0.056651538 |
| \_LION.JK 2013 | 2013 | 0.852209261 | \_MBTO.JK 2013 | 2013 | -0.1147048 |
| \_LION.JK 2014 | 2014 | 0.367282104 | \_MBTO.JK 2014 | 2014 | -0.11755744 |
| \_LION.JK 2015 | 2015 | 0.411123777 | \_MBTO.JK 2015 | 2015 | -0.01016501 |
| \_LION.JK 2016 | 2016 | 0.438399228 | \_MBTO.JK 2016 | 2016 | -0.01592489 |
| \_LION.JK 2017 | 2017 | 0.633476197 | \_MBTO.JK 2017 | 2017 | -5.4209926 |
| \_TRIS.JK 2013 | 2013 | 0.106189345 | \_SIAP.JK 2013 | 2013 | -0.00414021 |
| \_TRIS.JK 2014 | 2014 | 0.011068697 | \_SIAP.JK 2014 | 2014 | -0.044862431 |
| \_TRIS.JK 2015 | 2015 | 0.04146337 | \_SIAP.JK 2015 | 2015 | -0.153020962 |
| \_TRIS.JK 2016 | 2016 | 0.029812742 | \_SIAP.JK 2016 | 2016 | -0.09845188 |
| \_TRIS.JK 2017 | 2017 | 0.03549981 | \_SIAP.JK 2017 | 2017 | -0.05495356 |
| \_KAEF.JK 2013 | 2013 | 0.056402949 | \_SKLT.JK 2013 | 2013 | -0.04670046 |
| \_KAEF.JK 2014 | 2014 | 0.031413402 | \_SKLT.JK 2014 | 2014 | -0.02667177 |
| \_KAEF.JK 2015 | 2015 | 0.059716895 | \_SKLT.JK 2015 | 2015 | -0.04225347 |
| \_KAEF.JK 2016 | 2016 | 0.03271329 | \_SKLT.JK 2016 | 2016 | -0.01276106 |
| \_KAEF.JK 2017 | 2017 | 0.040474221 | \_SKLT.JK 2017 | 2017 | -0.01738549 |

#### LAMPIRAN 6

**Data Ekstrem *Values* (*Outliers*)**

**Extreme Values**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | | | Case Number | Value |
| CFSC | Highest | 1 | 366 | .85 |
|  | 2 | 315 | .78 |
|  | 3 | 314 | .67 |
|  | 4 | 370 | .63 |
|  | 5 | 313 | .62 |
| Lowest | 1 | 400 | -5.42 |
|  | 2 | 508 | -.42 |
|  | 3 | 20 | -.33 |
|  | 4 | 529 | -.32 |
|  | 5 | 18 | -.29 |

CFSC Stem-and-Leaf Plot Frequency Stem & Leaf

44,00 Extremes (=<-,079)

|  |  |
| --- | --- |
| 3,00 | -7 . 3& |
| 7,00 | -6 . 49& |
| 8,00 | -5 . 77&& |
| 19,00 | -4 . 1112668& |
| 23,00 | -3 . 0223355678& |
| 32,00 | -2 . 1234455678899& |
| 53,00 | -1 . 0011112223334455677888999 |
| 107,00 | -0 . 0000000111122222223333344445555666777777888899999999 |
| 118,00 | 0 . 00000000000111111122222233333444555555666666777789999999 |
| 63,00 | 1 . 00111122223333444555667789999 |
| 33,00 | 2 . 11234456667899& |
| 29,00 | 3 . 02344556779& |
| 15,00 | 4 . 0126&&& |
| 24,00 | 5 . 0124567899& |
| 17,00 | 6 . 0124667& |
| 12,00 | 7 . 1339&& |
| 7,00 | 8 . 7&& |

55,00 Extremes (>=,090)

Stem width: ,01

Each leaf: 2 case(s)

#### LAMPIRAN 7

**Hasil *Fixed Effect Methode* (FEM) Model 1 Persamaan Regresi**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **Model 1** |  |  |  |
| Dependent Variable: CSFC? |  |  |  |  |
| Method: Pooled Least Squares |  |  |  |  |
| Date: 07/03/19 Time: 11:12 |  |  |  |  |
| Sample: 2013 2017 |  |  |  |  |
| Included observations: 5 |  |  |  |  |
| Cross-sections included: 134 |  |  |  |  |
| Total pool (unbalanced) observations: 668 | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| C | -0.13912 | 0.336329 | -0.41364 | 0.03395 |
| CASHFLOW? | 5.56E-01 | 1.59E-02 | 3.498928 | 0.00025 |
| FAMOWN? | 0.0257 | 0.03323 | 0.773388 | 0.022 |
| CEOFAMMEMB? | 0.015299 | 0.02645 | 0.578412 | 0.02815 |
| FIRMSSIZE? | -0.00582 | 0.011864 | -0.49022 | 0.0312 |
| MARKETTOBOOKRATIO? | 0.000416 | 6.37E-04 | 0.652694 | 0.0257 |
| CAPITALEXPENDITURE? | -1.13E-01 | 2.46E-02 | -4.58658 | 0.05565 |
| CHANGESINNWC? | 7.55E-03 | 1.19E-03 | 6.351769 | 0.0000 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| R-squared | 0.7231 | Mean dependent var | 0.096914 |
| Adjusted R-squared | 0.6779 | S.D. dependent var | 2.383551 |
| S.E. of regression | 0.072021 | Akaike info criterion | -2.23646 |
| Sum squared resid | 2.723207 | Schwarz criterion | -1.27222 |
| Log likelihood | 889.9767 | Hannan-Quinn criter. | -1.86292 |
| F-statistic | 815.7243 | Durbin-Watson stat | 2.412209 |
| Prob(F-statistic) | 0 |  |  |

#### LAMPIRAN 8

**Hasil *Random Effect Methode* (REM) Model 2 Persamaan Regresi**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  | **Model 2** |  |  |  |
| Dependent Variable: CSFC? |  |  |  |  |  |
| Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects) | | | | | |
| Date: 09/10/19 Time: 13:20 |  |  |  |  |  |
| Sample (adjusted): 2015 2017 |  |  |  |  |  |
| Included observations: 3 after adjustments | | | | | |
| Cross-sections included: 134 |  |  |  |  |  |
| Total pool (balanced) observations: 668 | | | | | |
| Swamy and Arora estimator of component variances | | | | | |
| Variable | Coefficient | | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| C |  | 0.024414 | 0.112312 | 0.217375 | 0.041 |
| CASHFLOW? |  | -0.18271 | 0.03379 | -5.40713 | 0.0000 |
| BUSYDIRECTORS? |  | 0.008559 | 0.015368 | 0.556924 | 0.02885 |
| FAMOWN? |  | 0.055696 | 0.036679 | 1.518459 | 0.00645 |
| CEOFAMMEMB? |  | 0.00897 | 0.026088 | 0.343833 | 0.03655 |
| FIRMSSIZE? |  | 0.000497 | 0.003944 | 0.125921 | 0.4499 |
| MARKETTOBOOKRATIO? |  | 0.001383 | 0.000639 | 2.163204 | 0.01545 |
| CAPITALEXPENDITURE? |  | -2.12E-01 | 1.60E-02 | -13.2235 | 0.0000 |
| CHANGESINNWC? |  | 1.89E-04 | 6.56E-04 | 0.288738 | 0.38645 |
| FAMOWNXBUSYDIR? |  | -0.09252 | 0.045902 | -2.01556 | 0.02215 |
| CEOFAMMEMBXBUSYDIR? |  | -4.48E-02 | 3.20E-02 | -1.40124 | 0.00805 |
|  |  |  |  |  |  |
| R-squared | 0.7318 | Mean dependent var | | 0.001918 |  |
| Adjusted R-squared | 0.7301 | S.D. dependent var | | 0.201761 |  |
| S.E. of regression | 0.078191 | Sum squared resid | | 3.998432 |  |
| F-statistic | 534.6811 | Durbin-Watson stat | | 1.731646 |  |
| Prob(F-statistic) | 0 |  | |  |  |

#### LAMPIRAN 9

**Hasil Uji *Glejser Heteroskedasticity***

#### Model 1 Persamaan Regresi

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 1** | | | | | | |
| **Variable** | | **Unstandardized Coefficients** | | **Standardized Coefficients** | **t-stat** | **Level of Sig** |
| B | Std. Error | Beta |
| 1 | (Constant) | .137 | .055 |  | 2.480 | .135 |
| FamilyOwnership | .103 | .013 | .330 | 8.222 | .056 |
| CEOFamilyMember | -.014 | .009 | -.062 | -1.606 | .109 |
| FirmsSize | -.004 | .002 | -.069 | -1.845 | .065 |
| MarketToBookRatio | -.001 | .000 | -1.430 | -3.056 | .490 |
| CapitalExpenditure | .153 | .017 | 1.486 | 3.053 | .529 |
| ChangesInNWC | -.001 | .676 | -.148 | -3.851 | .129 |
|  | \*\*\* Signifikan pada level/tingkat keyakinan 0.01 (1 %)  \*\* Signifikan pada level/tingkat keyakinan 0.05 (5 %)  \* Signifikan pada level/tingkat keyakinan 0.10 (10 %) | | | | | |

Hasil olahan SPSS (data diolah)

Pada model 1 diatas, seluruh variael independen sudah bernilai signifikan lebih dari 0.05, berimplikasi data sudah terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

#### LAMPIRAN 10

**Hasil Uji *Glejser Heteroskedasticity***

#### Model 2 Persamaan Regresi

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 2** | | | | | | |
| **Variable** | | **Unstandardized Coefficients** | | **Standardized Coefficients** | **t-stat** | **Sig.** |
| **B** | **Std. Error** | **Beta** |
| 2 | (Constant) | -.060 | .087 |  | -.689 | .491 |
| FamOwnership | .024 | .027 | .028 | .909 | .364 |
| CEOFamilyMember | .028 | .022 | .045 | 1.274 | .203 |
| FirmsSize | .003 | .003 | .021 | 1.014 | .311 |
| MarketToBook | .000 | .001 | .009 | .436 | .663 |
| CapitalExpenditure | -.283 | .007 | -8.376 | -3.004 | .120 |
| ChangesInNWC | .000 | .000 | .007 | .339 | .735 |
| FamOwnXBusyDir | -.028 | .038 | -.026 | -.735 | .462 |
| CEOfamMembXBusyDir | -.068 | .027 | -.090 | -2.476 | .136 |
|  | \*\*\* Signifikan pada level/tingkat keyakinan 0.01 (1 %)  \*\* Signifikan pada level/tingkat keyakinan 0.05 (5 %)  \* Signifikan pada level/tingkat keyakinan 0.10 (10 %) | | | | | |

Hasil olahan SPSS (data diolah)

Pada model 2 diatas, seluruh variael independen dan moderasi sudah bernilai signifikan lebih dari 0.05, berimplikasi data sudah terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

#### LAMPIRAN 11

**Hasil Uji Multikolinieritas Model 1 Korelasi**

**Korelasi Model Persamaan 1 Penelitian (Variabel Dependen CFSC)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Model 1** | ***Collinearity Statistics*** | | **Kesimpulan** |
| ***Tolerance*** | ***VIF*** |  |
| *(Constant)* |  |  |  |
| *FamOwn* | .761 | 1.314 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *CEOFamMemb* | .814 | 1.228 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *FirmsSize* | .863 | 1.158 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *MTB* | .650 | 1.069 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *Capex* | .643 | 1.196 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *ChangesInNWC* | .826 | 1.210 | Terbebas dari *Multicollinierity* |

Hasil olahan SPSS (data diolah)

Hasil output statistik uji korelasi menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian memiliki nilai *Toleranc*e yakni kurang dari 10% dan nilai *VIF* yakni kurang dari 10. Sehingga, model persamaan 1 regresi tersebut tidak menghadapi permasalahan multikolinieritas data. Dapat dikatakan bahwa model persamaan ini sudah BLUE disebabkan sudah tidak terdapat pelanggaran pada asumsi klasik.

#### LAMPIRAN 12

**Hasil Uji Multikolinieritas Model 2 Korelasi**

**Tabel 4.10 Korelasi Model Persamaan 2 Penelitian (Variabel Dependen CFSC)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Model 2** | | ***Collinearity Statistics*** | | **Kesimpulan** |
| ***Tolerance*** | ***VIF*** |
|  | *(Constant)* |  |  |  |
| *FamOwn* | .420 | 2.379 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *CEOFamMemb* | .333 | 3.001 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *FirmsSize* | .911 | 1.098 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *MTB* | .940 | 1.064 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *Capex* | .882 | 1.134 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *ChangesInNWC* | .882 | 1.133 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *FamOwnXBusyDir* | .319 | 3.138 | Terbebas dari *Multicollinierity* |
| *CEOFamXBusyDir* | .305 | 3.284 | Terbebas dari *Multicollinierity* |

Hasil olahan SPSS (data diolah)

Hasil output statistik uji multikolinieritas menunjukkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian memiliki nilai *Toleranc*e yakni kurang dari 10% dan nilai *VIF* yakni kurang dari 10. Sehingga, model persamaan 2 regresi tersebut tidak menghadapi permasalahan multikolinieritas data. Dapat dikatakan bahwa model persamaan 2 ini sudah BLUE disebabkan sudah tidak terdapat pelanggaran pada asumsi klasik.