

**PENGARUH TATA KELOLA DAN DIVERSIFIKASI USAHA  
TERHADAP TINGKAT UTANG PERUSAHAAN**

**SKRIPSI**



Ditulis Oleh:

Nama : RA Pramesti Intan Palupi

NIM : 17311298

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN**

**FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**YOGYAKARTA**

**2021**

**PENGARUH TATA KELOLA DAN DIVERSIFIKASI USAHA TERHADAP  
TINGKAT UTANG PERUSAHAAN**

**SKRIPSI**

Ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna memperoleh gelar sarjana Strata-1 di program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia



Ditulis Oleh:

Nama : RA Pramesti Intan Palupi

NIM : 17311298

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN**

**FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**YOGYAKARTA**

**2021**

**BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR**

TUGAS AKHIR BERJUDUL

**PENGARUH TATA KELOLA DAN DIVERSIFIKASI USAHA TERHADAP TINGKAT UTANG PERUSAHAAN**

Disusun Oleh : **RADENG AJENG PRAMESTI INTAN PALUPI**

Nomor Mahasiswa : **17311298**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**

Pada hari, tanggal: Senin, 02 Agustus 2021

Penguji/ Pembimbing Skripsi : Katiya Nahda, S.E., M.Sc.

Penguji : Dwipraptono Agus Harjito, Dr., M.Si.

Mengetahui

Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika

Universitas Islam Indonesia



Prof. Jaka Sriyana, SE., M.Si, Ph.D.

**BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR**

*Bismillahirrahmannirrahim*

Pada Semester **Genap 2020/2021** hari, tanggal: **Senin, 02 Agustus 2021** Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis dan Ekonomika UII telah menyelenggarakan Ujian Tugas Akhir yang disusun oleh:

Nama : **RADENG AJENG PRAMESTI INTAN PALUPI**  
No. Mahasiswa : **17311298**  
Judul Tugas Akhir : **PENGARUH TATA KELOLA DAN DIVERSIFIKASI USAHA TERHADAP TINGKAT UTANG PERUSAHAAN**  
Pembimbing : **Katiya Nahda,,S.E., M.Sc.**

Berdasarkan hasil evaluasi Tim Dosen Penguji Tugas Akhir, maka Tugas Akhir tersebut dinyatakan:


- 1. Lulus Ujian Tugas Akhir \*)**
  - ~~a. Tugas Akhir tidak direvisi~~
  - b. Tugas Akhir perlu direvisi
- ~~2. Tidak Lulus Ujian Tugas Akhir~~

Nilai : **A-**  
Referensi : **Layak/~~Tidak Layak~~ \*)** ditampilkan di Perpustakaan  
Tim Penguji  
Ketua Tim : **Dwipraptono Agus Harjito,Dr.,M.Si.**  
Anggota Tim : **Katiya Nahda,,S.E., M.Sc.**



Yogyakarta, 02 Agustus 2021  
Ketua Program Studi Manajemen



  
**Anjar Priyono, SE., M.Si., Ph.D.**

Keterangan:

\*) *Coret yang tidak perlu*  
*- Bagi yang lulus Ujian Tugas Akhir dan*  
*Komprehensif, segera konfirmasi ke Divisi*  
*Akademik*

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 13 Juli 2021

Penulis,



RA Pramesti Intan Palupi

## ABSTRAK

Penelitian ini menguji pengaruh tata kelola terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur. Pengukuran tata kelola menggunakan 3 proksi yaitu kepemilikan institusi (INST), keberadaan dewan komisaris independen (DKI), dan CEO *Tenure* (CT). Variabel dependen pada penelitian ini yaitu *leverage* yang diukur dengan *debt to asset ratio* (DAR). Peneliti juga mencari tahu hubungan dari tata kelola terhadap rasio utang pada perusahaan diversifikasi sebagai variabel moderasi dengan metode interaksi. Variabel moderasi dilakukan pengukuran menggunakan indeks herfindahl. Populasi yang digunakan peneliti adalah industri manufaktur yang terdaftar di BEI. Penelitian ini memperoleh sampel sebanyak 72 perusahaan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Penelitian ini diuji menggunakan model *Ordinary Least Square* (OLS) dengan model regresi panel data dan *moderated regression analysis* (MRA) dengan bantuan program EViews 10. Hasil penelitian menemukan tata kelola dengan proksi INST dan DKI berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*, sedangkan CT berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Kemudian untuk keberadaan DKI dan rendahnya CT dapat memperkuat pengaruh positif tata kelola terhadap *leverage*, sedangkan INST justru memperlemah hubungan tata kelola terhadap *leverage*.

**Kata kunci:** Diversifikasi Usaha, *Leverage*, Tata Kelola Perusahaan, CEO *Tenure*, *entrenchment managers*



## ABSTRACT

*This study examines the effect of governance on leverage in manufacturing companies. The measurement of governance uses 3 proxies, namely institutional ownership (INST), the presence of an independent board of commissioners (DKI), and CEO Tenure (CT). The dependent variable in this study is leverage as measured by the debt to asset ratio (DAR). Researchers also find out the relationship of governance to debt ratios in diversified companies as a moderating variable with the interaction method. The moderating variable was measured using the Herfindahl index. The population used by the researcher is the manufacturing industry listed on the BEI. This study obtained a sample of 72 companies using purposive sampling method. This study was tested using the Ordinary Least Square (OLS) model with panel data regression models and moderated regression analysis (MRA) with the help of the EViews 10 program. The results of the study found that governance with INST and DKI proxies had a positive and significant effect on leverage, while CT had a negative and significant effect on leverage. Then the presence of DKI and low CT can strengthen the positive influence of governance on leverage, while INST actually weakens the relationship of governance to leverage.*

**Keywords:** *Diversification, Leverage, Corporate Governance, CEO Tenure, entrenchment managers*

## KATA PENGANTAR

*Assalamualaikum Warahmatullahi Wabarakatuh*

*Alhamdulillah Rabbil'aalamiin*, segala puji bagi Allah SWT yang telah memberikan segala nikmat dalam bentuk kesehatan dan kekuatan, serta petunjuk yang melimpah. Sholawat serta salam kita panjatkan kepada junjungan besar kita, Nabi Muhammad *Sholallahu'alaihi Wa Salam* sebagai suri tauladan bagi umat islam yang telah mengantarkan kita dari zaman kegelapan menuju jalan terang dengan penuh ilmu ini. Sehingga, penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh Tata Kelola dan Diversifikasi Usaha Terhadap Tingkat Utang Perusahaan”

Penulis mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah memberikan dorongan sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi ini. sehingga, pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Fathul Wahid, S.T., M.Sc., Ph.D selaku Rektor Universitas Islam Indonesia beserta jajaran seluruh pimpinan universitas.
2. Bapak Dr. Jaka Sriyana, S.E., M.Si., Ph.D selaku Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.
3. Bapak Anjar Priyono, S.E., M. Si., Ph.D selaku Ketua Jurusan Prodi Manajemen Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.
4. Ibu Katiya Nahda, S.E., M.Sc. selaku dosen pembimbing skripsi atas ilmu, tenaga, waktu, dan segala arahan yang sangat membantu dalam penulisan tugas akhir skripsi.



5. Seluruh Dosen Fakultas Bisnis Ekonomika, Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan ilmu pengetahuan, pengalaman dan masih banyak lagi yang kelak berguna bagi penulis di masa yang akan datang.
  6. Kepada papa, mama, mbak feni, dan dik finta yang selalu memberikan dukungan positif, nasihat, serta memberikan segala doa yang terbaik dan tulus sehingga mampu menyelesaikan tugas akhir ini.
  7. Kepada Dimas Putra khatulistiwa yang telah memberikan semangat, dukungan, nasihat, doa dan yang selalu mengingatkan saya untuk segera menyelesaikan tugas akhir ini.
  8. Kepada sahabat-sahabat penulis yang telah saling memberikan dukungan dan semangat. Semoga keinginan dan citacita dapat segera terwujud.
  9. Kepada fikri yang sudah mengajarkan dan membantu dalam proses penyelesaian tugas akhir ini.
  10. Kepada seluruh teman-teman manajemen 2017 yang telah berjuang bersama selama masa perkuliahan.
- Serta kepada seluruh pihak yang tidak bisa penulis sebutkan, semoga segala bantuan dan kebaikan dibalas oleh ALLAH SWT dengan yang lebih baik lagi. Penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

***Wassalamu'alaikum warahmatullahi wabarakatuh***

Penulis,

RA Pramesti Intan Palupi

## DAFTAR ISI

Halaman Judul .....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme .....	ii
Halaman Pengesahan Skripsi.....	iii
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi .....	iv
ABSTRAK.....	v
ABSTRACT .....	vi
KATA PENGANTAR .....	vii
DAFTAR ISI .....	ix
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	7
1.4 Kontribusi Penelitian .....	7
BAB II LANDASAN TEORI.....	8
2.1 Kajian Teori .....	8
2.1.1 Teori Agensi.....	8
2.1.2 Coinsurance effect.....	9
2.1.3 Tata Kelola Perusahaan .....	9
2.1.4 Asas Asas Good Corporate Governance (CGC) .....	10
2.1.5 Utang .....	11
2.1.6 Managers entrenchment.....	114
2.1.7 Diversifikasi.....	114
2.2 Penelitian Terdahulu .....	13

2.3	Pengembangan Hipotesis.....	14
2.4	Kerangka Konsep Penelitian.....	16
<b>BAB III METODE PENELITIAN.....</b>		<b>17</b>
3.1	Populasi dan Sampel.....	17
3.2	Jenis dan Sumber Data .....	18
3.3	Variabel Penelitian dan Definisi Variabel .....	18
3.3.1	Rasio utang .....	18
3.3.2	Diversifikasi.....	19
3.3.3	Tata kelola perusahaan .....	19
3.3.3.1	Kepemilikan Institusional .....	19
3.3.3.2	Rasio Dewan Komisaris Independen.....	19
3.3.3.3	Entrenchment Managers (CEO Tenure) .....	20
3.3.4	Variabel kontrol .....	20
3.3.4.1	Market to book ratio .....	20
3.3.4.2	Kinerja Perusahaan .....	21
3.3.4.3	Ukuran Perusahaan .....	21
3.3.4.4	Volatilitas Arus Kas.....	21
3.4	Metode Analisis.....	22
3.4.1	Uji asumsi klasik .....	22
3.4.1.1	Uji Normalitas .....	23
3.4.1.2	Uji Multikolonieritas .....	23
3.4.1.3	Robust Standard Error – GLS weight: cross section weight.....	24
3.4.1.4	Uji Autokorelasi .....	24
3.4.2	Uji hipotesis .....	24
3.4.2.1	Uji Analisis Regresi Data Panel .....	24

3.4.2.2 Uji Moderated Regression Analysis.....	25
3.4.3 Uji Signifikansi .....	26
3.4.3.1 Uji Simultan (F-test).....	26
3.4.3.2 Uji Signifikan Parameter Individual (T-test).....	27
<b>BAB IV DATA DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>28</b>
4.1 Analisis Deskriptif.....	28
4.2 Uji Asumsi Klasik .....	32
4.2.1 Uji Normalitas.....	32
4.2.2 Uji Multikolinieritas .....	33
4.2.3 Uji Autokorelasi .....	34
4.3 Hasil Pengujian Hipotesis .....	35
4.3.1 Tata Kelola dan Tingkat Utang Perusahaan .....	35
4.3.2 Uji F.....	36
4.3.3 Uji t (Pengujian Hipotesis) .....	36
4.3.4 Tata Kelola, Diversifikasi Usaha, dan Tingkat Utang Perusahaan .....	37
4.4 Pembahasan Hasil Penelitian .....	41
4.4.1 Pembahasan Hipotesis Pertama .....	41
4.4.2 Pembahasan Hipotesis Kedua .....	47
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>52</b>
5.1 Kesimpulan .....	52
5.2 Keterbatasan penelitian.....	52
5.2 Saran .....	53
Daftar Pustaka.....	55
<b>LAMPIRAN .....</b>	<b>59</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif .....	28
Tabel 4.2 Hasil Uji Normalitas.....	32
Tabel 4.3 Hasil Uji Pearson Correlation .....	33
Tabel 4.4 Hasil Uji Autokorelasi.....	34
Tabel 4.5 Hasil Uji Analisis Regresi .....	35
Tabel 4.6 Hasil Uji Analisis Regresi Moderasi.....	38

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
الجامعة الإسلامية  
الاستد بالاندية

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Konsep Penelitian .....	16
---	----



## BAB I

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang

Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka akan semakin banyak pula permasalahan yang muncul serta semakin banyak aspek yang harus diperhatikan oleh manajemen di dalam proses pengambilan keputusan. Pada umumnya di dalam proses pengambilan keputusan sering kali muncul berbagai konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham atau biasa disebut *agency conflict*. Untuk meminimalisir terjadinya hal tersebut, penerapan tata kelola yang baik dapat membantu manajer untuk melakukan tugasnya secara optimal dalam meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu turunan dari teori agensi menjelaskan bahwa perusahaan dapat menggunakan utang untuk meminimalkan masalah agensi antara pemegang saham dan manajer (Sheikh & Wang, 2012).

Salah satu sumber pendanaan yang sering digunakan perusahaan adalah utang (Murtiningtyas, 2012). Keputusan perusahaan dalam menggunakan utang sebagai sumber dana biasanya akan memunculkan konflik keagenan antara manajer, pemegang saham, dan kreditur karena adanya asimetri informasi yang terjadi ketika perusahaan tidak sanggup membayar bunga beserta pokoknya kepada kreditur yang memiliki klaim atas aset perusahaannya (Septian & Panggabean, 2017). Di sisi lain, pemilik perusahaan hanya memiliki kewajiban terbatas tetapi dapat menikmati keuntungan setelah menggunakan utang sebagai salah satu sumber pendanaannya, sedangkan kreditur atau pemberi pinjaman hanya mendapatkan

pendapatan tetap tetapi mereka bisa kehilangan segala uangnya jika perusahaan mengalami kebangkrutan (Ni et al., 2017).

Utang perusahaan pada dasarnya tidak selalu buruk jika perusahaan dapat mengelolanya dengan baik. Utang yang berdampak positif biasanya disebut *good debt* yang artinya utang yang diambil akan diputar dan digunakan untuk tujuan menghasilkan uang lagi di masa depan atau bisa dikatakan sebagai modal awal pembiayaan suatu proyek. Perusahaan yang mampu mengelola utangnya dapat menarik perhatian para investor (Nuraina, 2012). Utang yang ada pada perusahaan bisa menjadi salah satu bentuk pengendalian manajemen dalam setiap pengeluaran yang dilakukan dan juga mampu mengurangi adanya konflik keagenan. Hal tersebut dikarenakan ketika perusahaan mempunyai utang maka akan memiliki tanggung jawab untuk melunasinya sehingga mampu mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan kas secara berlebihan dan juga akan terhindar dari investasi yang sia-sia (Fransiska et al., 2016).

Penggunaan utang juga merupakan alat yang mampu mengurangi adanya *corporate income tax* karena adanya pengeluaran untuk membayar bunga (Kusuma & Susanto, 2004). Pengawasan dengan menggunakan pendanaan utang biasanya disebut *bonding* yang artinya biaya yang ditanggung oleh pihak *agent* untuk mematuhi mekanisme agar bertindak untuk kepentingan *principal*. Dengan salah satu yang dapat dilakukan manajer yaitu menyediakan laporan keuangan kepada pemegang saham.



Perusahaan yang ingin meningkatkan pertumbuhan maka memerlukan dana yang jumlahnya cukup besar dalam membiayai investasinya. Dengan keperluan dana yang cukup besar maka perusahaan cenderung menggunakan pembiayaan eksternal atau utang. Sesuai dengan *trade off theory* bahwa hubungan antara penghindaran pajak dari biaya utang merupakan keseimbangan antara risiko kebangkrutan dan manfaat pada perusahaan, dimana perusahaan akan menggunakan utang pada titik tertentu yang menimbulkan penghematan pajak yang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya modal akan menurun ketika perusahaan menggunakan utang hingga batas optimal, sehingga perusahaan mampu mendapatkan manfaat pengurangan pajak dan mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Pada kasus CEO yang terlalu percaya diri biasanya akan melebih-lebihkan arus kas yang diharapkan dari sebuah proyek dan salah menganggap bahwa proyek dengan NPV negatif sebagai suatu hal yang menguntungkan, menyebabkan CEO berinvestasi dalam proyek tersebut (Iyer et al., 2017). Hal ini akan meningkatkan risiko dari utang. Oleh karenanya, suatu perusahaan perlu memiliki tata kelola yang baik sebagai alat pendisiplinan di setiap kebijakan pendanaan. Mekanisme tata kelola eksternal dan internal secara signifikan mempengaruhi nilai kontrol dan keputusan pendanaan perusahaan (Morellec et al., 2012).

*Entrenchment managers hypothesis* merupakan teori tentang keengganan manajer untuk mengambil alih pembiayaan utang (Ji et al., 2020). Secara umum, *Entrenchment managers* merupakan tindakan manajer yang memiliki kekuasaan untuk bertindak dalam hal mementingkan kepentingan sendiri dan bukan

kepentingan pemegang saham. *Managers entrenchment* dapat berdampak negatif bagi kinerja perusahaan, dimana hal ini sesuai dengan definisi Berger et al. (1997) tentang *entrenchment* yang merupakan kegagalan manajer dalam menerapkan tata kelola perusahaan yang baik, dan mekanisme kontrol yang ada pada perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dengan menurunkan *entrenchment managers* dalam perusahaan maka perusahaan telah melakukan perbaikan tata kelola. *Entrenchment managers hypothesis* didasarkan pada masalah keagenan yang memerlukan adanya tata kelola yang berkualitas yang mampu meningkatkan kinerja perusahaan, dimana tidak hanya dengan membangun dan memelihara budaya perusahaan yang memotivasi manajemen untuk mengambil tindakan yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham, tetapi juga dengan mengurangi biaya modal (Sheikh & Wang, 2012).

Menurut Wang (2011) *Entrenchment hypothesis* memiliki dua efek yang berlawanan pada rasio *leverage* yang optimal, yaitu mendorong pemegang saham untuk menggunakan lebih banyak utang dalam rangka mendisiplinkan *entrenched managers* dengan kewajiban membayar utang setiap periodenya, dan di sisi lain juga dapat meningkatkan biaya utang karena meningkatnya ekspektasi kerugian gagal bayar, yang pada akhirnya menjadi penghambat pendanaan utang. Akan tetapi menurut Jensen (1986) pada penelitian Frattaroli (2020) *entrenchment managers* akan berusaha mengurangi jumlah utang karena penggunaan utang akan mempengaruhi arus kas dalam pembayaran bunga atau menurunkan distribusi dana kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai dan pembelian kembali

saham. Pada penelitian John & Litov (2010) juga mengatakan bahwa manajer dengan masa jabatan yang panjang akan menurunkan penggunaan utang.

Menurut Morellec et al. (2012) ketika manajer memutuskan menggunakan sumber dana eksternal maka ada beberapa hal yang harus diperhatikan, yaitu:

1. Jika rasio utang optimal yang terjadi akan lebih mendisiplinkan karyawan, perusahaan akan mendapatkan manfaat pajak dari penggunaan utang.
2. Ketika rasio utang berlebih maka akan meningkatkan konflik antara manajer dan pemegang saham dan menyebabkan *financial inertia*.

Penelitian Arping dan Sautner (2010) menemukan bahwa perbaikan tata kelola perusahaan akan mengurangi kebutuhan perusahaan untuk menjadikan utang sebagai alat pendisiplinan manajerial. Hal ini bertentangan dengan analisis Wang (2011) yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tata kelola yang baik harus memiliki rasio *leverage* yang lebih tinggi. Melihat adanya perbedaan pada beberapa literatur, maka penelitian ini menganalisis pengaruh hubungan antara tata kelola perusahaan dengan keputusan *leverage*. Terdapat beberapa variabel yang menggambarkan tata kelola, dan pada penelitian ini menggunakan 3 proksi yaitu kepemilikan institusi, dewan komisaris independen, dan CEO *tenure*.

Ketika tata kelola perusahaan mampu mengurangi masalah keagenan, maka diharapkan perusahaan terdiversifikasi yang dikelola dengan baik memiliki lebih sedikit masalah alokasi modal dan menjadi lebih efisien dalam investasi dana mereka, sehingga akan mendapatkan penilaian pasar yang lebih tinggi (Chen &

Chen, 2012). Diversifikasi merupakan strategi perusahaan dalam meningkatkan kinerjanya dengan masuk ke berbagai unit bisnis. Strategi ini dilakukan perusahaan dengan harapan dapat menciptakan sinergi. Dengan strategi diversifikasi diharapkan jika salah satu segmen usaha mengalami kerugian, maka keuntungan yang diperoleh dari segmen usaha lain dapat menutupi kerugian yang ada (Wisudanto & Sugiarto, 2014). Dalam penelitian tersebut, mereka juga menemukan bahwa variabel diversifikasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Manfaat diversifikasi usaha dari segi operasional merupakan cara untuk melakukan ekspansi pasar dan dapat mengurangi biaya melalui peningkatan *economies of scale* dan *economies of scope*. Dari segi finansial, penurunan risiko perusahaan dari strategi diversifikasi dapat meningkatkan kapasitas utang sehingga mengurangi pajak, meningkatkan efisiensi perusahaan, serta memberikan kesempatan lebih besar untuk mendapatkan sumber pendanaan internal. Dengan melakukan diversifikasi usaha, perusahaan akan memiliki risiko yang lebih rendah dikarenakan adanya korelasi arus kas yang tidak sempurna antar unit bisnis (Glaser & Müller, 2010). Menurut Nahda dan Asri (2017) konsep *coinsurance* menjelaskan diversifikasi usaha akan menurunkan variabilitas arus kas sehingga menurunkan risiko perusahaan yang berdampak terhadap peningkatan kapasitas utang dan penurunan biaya utang.

*Coinsurance effect* akan muncul ketika perusahaan melakukan diversifikasi segmen usaha yang beragam sehingga perusahaan memiliki kapasitas utang yang

lebih besar (Wisudanto & Sugiarto, 2014). Hasil penelitian Hann et al. (2013) secara umum menemukan:

1. Adanya hubungan positif yang signifikan antara biaya modal dan korelasi arus kas lintas segmen usaha.
2. Efek *coinsurance* akan semakin besar untuk perusahaan yang mengalami *financial distress*. Dalam situasi tersebut perusahaan akan memanfaatkan pengalokasian sumber dana internal dengan lebih efisien karena memiliki biaya modal eksternal yang semakin tinggi.

Perusahaan diversifikasi memiliki struktur yang lebih kompleks sehingga perlu adanya pengungkapan laporan tahunan secara transparansi yang membuat para investor mampu mengidentifikasi risiko. Ketika perusahaan memiliki rasio utang yang tinggi maka pihak kreditur dapat menuntut perusahaan untuk mengungkapkan informasi lebih lanjut. Pengungkapan laporan yang lebih tersusun dan detail akan membuat perusahaan mampu menghindari risiko yang ada.

Pada perusahaan diversifikasi dengan adanya tata kelola yang baik akan berdampak pada peningkatan rasio utang perusahaan. Hal ini karena diversifikasi sendiri merupakan strategi yang dilakukan perusahaan dimana salah satunya menciptakan sinergi dengan meningkatkan kapasitas utang. Dengan melakukan diversifikasi maka akan memperkuat pasar yang akan berdampak pada peningkatan kinerja manajemen sehingga risiko perusahaan akan menurun. Dengan melihat pengurangan risiko kebangkrutan maka perusahaan diversifikasi yang memiliki tata kelola yang baik akan mampu mengejar kapasitas yang lebih optimal dan

mendapatkan manfaat dari penggunaan utang sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Salah satu hal penting dalam melakukan strategi diversifikasi adalah keputusan pendanaan yang akan digunakan dalam melakukan diversifikasi tersebut. Menurut Hann et al. (2013) perusahaan yang terdiversifikasi memiliki rata-rata biaya modal yang lebih rendah dibanding perusahaan yang tidak terdiversifikasi. Keputusan pendanaan tersebut akan menimbulkan masalah keagenan di perusahaan terdiversifikasi yang juga mendorong penggunaan leverage yang lebih besar (Ji et al., 2020). Beberapa penelitian sebelumnya tentang diversifikasi selalu dikaitkan dengan kinerja perusahaan atau variabel keuangan lainnya, dimana keputusan diversifikasi pada umumnya dijadikan sebagai variabel endogen. Maka kami ingin menganalisis bagaimana perusahaan dengan status diversifikasi mempengaruhi hubungan antara tata kelola perusahaan dengan leverage.

Hasil penelitian Ji et al. (2020) menyatakan bahwa dengan menggunakan ukuran tata kelola yang meningkatkan hak pemegang saham (penurunan *managerial entrenchment*) menemukan hubungan negatif antara tata kelola dan leverage di perusahaan terdiversifikasi. Menurut Hartzell et al. (2014) adanya investor institusional di dalam perusahaan secara substansial dapat mengurangi *diversification discount*. Mereka juga mengatakan bahwa dalam penelitian pada REIT (*Real Estate Investment Trusts*) sejalan dengan investor institusi mampu secara efektif memantau manajer REIT dan secara selektif memilih manajer yang baik yang mampu memanfaatkan keuntungan dari strategi diversifikasi.

## **1.2 Rumusan Masalah**

1. Apakah tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap leverage?
2. Apakah pengaruh tata kelola perusahaan terhadap leverage akan memperkuat pada perusahaan terdiversifikasi?

## **1.3 Tujuan Penelitian**

1. Untuk mengetahui pengaruh tata kelola terhadap leverage perusahaan
2. Untuk menguji pengaruh moderasi dari diversifikasi usaha terhadap tata kelola dan leverage perusahaan.

## **1.4 Kontribusi Penelitian**

1. Memberikan rekomendasi bagi emiten terkait optimalisasi tata kelola dan strategi diversifikasi di dalam memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Memberikan tambahan informasi bagi para investor atau calon investor agar dapat mengambil keputusan investasi dengan tepat pada perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha.
3. Hasil dari penelitian ini dapat digunakan sebagai tambahan referensi bagi penelitian serupa

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Kajian Teori

##### 2.1.1 Teori Agensi

Teori keagenan didasari oleh adanya konflik antara orang-orang yang ada di dalam perusahaan yang memiliki kepentingan yang berbeda, seperti *shareholder* (*principal*) dan manajer (*agent*). Dalam memaksimalkan nilai perusahaan, pemilik modal sebagai *principal* biasanya menyerahkan pengelolaan perusahaan pada pihak profesional yang disebut manajer (*agent*). *Principal* akan memberikan tanggung jawab penuh terhadap *agent* terkait dengan pengambilan keputusan.

Teori ini menjelaskan bahwa kepentingan *principal* dan *agent* tidak selalu sejalan. Perbedaan kepentingan ini yang memicu adanya konflik dimana terjadi ketimpangan informasi atau biasa disebut asimetri informasi. Pada umumnya konflik ini terjadi ketika agen melakukan setiap aktivitasnya sesuai dengan kepentingannya saja dan mengabaikan keinginan pemilik yang mana posisi agen lebih memahami bagaimana situasi yang ada di dalam perusahaan, sedangkan *principal* tidak memiliki informasi yang cukup tentang kinerja agen. *Principal* mempercayakan semua aset perusahaan pada *agen*, sehingga setiap keputusan yang diambil oleh *agen* memiliki risiko yang kecil terhadap mereka karena seluruh kerugian yang dihadapi perusahaan tetap ditanggung oleh *principal*.

Teori agensi membahas dua hal tentang perbedaan pendapat dari setiap pihak yang berkaitan, yaitu perbedaan tujuan dan perbedaan risiko. Pada dasarnya



*principal* akan menghindari risiko yang tinggi tetapi tetap mengharapkan adanya peningkatan pertumbuhan perusahaan dan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan *agent* tidak memikirkan seberapa besar risiko karena mereka bukanlah yang menanggung risiko tersebut. Konflik kepentingan akan selalu terjadi atau bahkan meningkat, terutama karena *principal* tidak selalu dapat memonitoring *agent* agar selalu bertindak atau mengambil keputusan sesuai dengan keinginan *principal*.

### **2.1.2 *Coinsurance Effect***

*Coinsurance effect* adalah teori yang menjelaskan bahwa adanya kombinasi unit bisnis yang berbeda akan membuat kemungkinan kebangkrutan lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terdiversifikasi (*focus firm*). *Coinsurance effect* didapatkan dari strategi diversifikasi melalui penyebaran aset ke dalam beberapa unit bisnis yang menyebabkan berkurangnya risiko gagal bayar. Seperti yang dijelaskan Wisudanto dan Sugiarto (2014) bahwa *coinsurance effect* akan muncul ketika perusahaan melakukan diversifikasi segmen usaha yang beragam sehingga perusahaan memiliki kapasitas utang yang lebih besar.

### **2.1.3 *Tata Kelola Perusahaan***

Tata kelola perusahaan terkenal dengan sistem yang mengatur perusahaan agar bertanggung jawab pada setiap stakeholdernya. Tata kelola perusahaan menurut OECD (kelompok negara-negara maju di Eropa Barat dan Amerika Utara) adalah sistem yang digunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan kegiatan bisnis perusahaan, serta mengatur pembagian tugas, hak, dan kewajiban pihak-

pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan, seperti pemegang saham, dewan direksi, para manajer, serta semua anggota stakeholder non-pemegang saham.

Tata kelola perusahaan juga mengatur hubungan dan pertanggungjawaban atau akuntabilitas perusahaan kepada seluruh stakeholder yang bertujuan untuk meningkatkan nilai tambah bagi para stakeholder. Salah satu manfaat ketika perusahaan menerapkan tata kelola yang baik, yaitu dapat mencegah praktek pengungkapan laporan keuangan perusahaan secara tidak transparan kepada pemegang saham, investor, dan pihak lain yang berkepentingan. Salah satu pertimbangan penting yang dilakukan para kreditur ketika menentukan *risk premium* perusahaan yaitu memiliki struktur GCG yang sehat.

#### **2.1.4 Asas Asas Good Corporate Governance (CGC)**

Adapun asas-asas GCG yang harus perusahaan taati, yaitu:

- Transparansi, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh seluruh pemangku kepentingan.
- Akuntabilitas, perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar.
- Responsibilitas, perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggungjawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara keseimbangan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.

- Independensi, perusahaan ketika melakukan setiap aktifitasnya dengan prinsip melakukan efektivitas maka seharusnya tidak ada yang boleh mendominasi satu sama lain.
- Keadilan, perusahaan harus memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya tanpa membeda-bedakan.

### 2.1.5 Utang

Utang merupakan suatu kewajiban yang muncul pada perusahaan kepada pihak ketiga karena dalam pembelian barang atau jasa yang berkaitan dengan operasional perusahaan dibayar secara kredit dan memiliki jangka waktu untuk pelunasannya atau disebut jatuh tempo. Jenis-jenis utang bisa dilihat berdasarkan lamanya jatuh tempo, umumnya terdiri dari utang jangka panjang yang memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun dan utang jangka pendek dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun.

Adanya biaya utang pada perusahaan dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam melihat seberapa besar risiko yang sedang ditanggung suatu perusahaan. Semakin tinggi tingkat utang maka semakin tinggi pula risiko perusahaan. *Trade-off theory* menjelaskan bahwa jika perusahaan ingin memaksimalkan manfaat pajak yang tinggi maka harus mengorbankan risiko kebangkrutan yang tinggi, akan tetapi jangan melebihi titik optimum. Meningkatnya utang akan menimbulkan biaya *financial distress*, biaya tersebut terdiri dari biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Meningkatnya komponen biaya tersebut akan mengubah biaya modal perusahaan yang menyebabkan WACC akan semakin tinggi.

### **2.1.6 Managers Entrenchment**

*Managers entrenchment* adalah suatu tindakan yang dilakukan manajer untuk meningkatkan keuntungan pribadi dibandingkan meningkatkan keuntungan perusahaan. Hal itu terjadi ketika manajer memiliki kekuasaan atau kesempatan untuk melakukan hal tersebut. *Managers entrenchment hypothesis* merupakan teori tentang keengganan manajer untuk mengambil alih pembiayaan utang, dikarenakan manajer biasanya lebih mementingkan bagaimana mengoptimalkan masa jabatan mereka (Ji et al., 2020). *Managers entrenchment* dapat berdampak negatif bagi kinerja perusahaan, dimana hal ini sesuai dengan definisi Berger et al. (1997) tentang *entrenchment* yang merupakan kegagalan manajer dalam menerapkan tata kelola perusahaan yang baik, dan mekanisme kontrol yang ada pada perusahaan. Dengan kata lain, ketika suatu perusahaan memiliki *entrenchment managers* maka mencerminkan suatu perusahaan tersebut memiliki tata kelola yang buruk.

### **2.1.7 Diversifikasi**

Diversifikasi merupakan strategi yang dilakukan perusahaan untuk memperluas pasarnya dengan membuka unit bisnis baru dalam lini bisnis yang sama. Strategi ini dilakukan perusahaan dengan harapan dapat menciptakan sinergi baik dalam hal operasional maupun finansial. Dengan melakukan diversifikasi maka perusahaan mampu meningkatkan kapasitas utang yang nantinya akan mengurangi beban pajak perusahaan. Menurut Wisudanto dan Sugiarto (2014) diversifikasi adalah strategi untuk meningkatkan kinerja perusahaan dengan melihat peluang untuk menambahkan unit bisnis baru yang tidak berkaitan dengan bisnis perusahaan saat ini. Diversifikasi mampu mengurangi risiko pada suatu unit

bisnis yang akan menyebabkan kebangkrutan, hal ini karena pada kondisi krisis perusahaan mampu melakukan subsidi silang dari unit bisnis yang memiliki surplus dana ke unit bisnis yang mengalami defisit (Nahda & Asri, 2017).

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian Wang (2011) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tata kelola yang baik memiliki rasio leverage yang lebih tinggi. Dalam penelitian Septian dan Panggabean (2017) juga menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap biaya utang. Hal ini juga sesuai dengan penelitian Larasati (2011), Nuraina (2012), Morellec et al. (2012), (Maftukhah, 2013), serta Fransiska et al. (2016) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional sebagai salah satu proksi tata kelola berpengaruh positif dan signifikan.

Hasil penelitian Ji et al. (2020) menyebutkan bahwa dengan menggunakan ukuran tata kelola yang meningkatkan hak pemegang saham (penurunan *managerial entrenchment*) menemukan hubungan negatif antara tata kelola dan tingkat leverage di perusahaan yang terdiversifikasi. Menurut Hartzell et al. (2014) keberadaan investor institusional secara substansial dapat mengurangi penurunan nilai perusahaan dari strategi diversifikasi (*diversification discount*). Mereka juga mengatakan bahwa dalam penelitian pada REIT (*real estate investment trusts*) sejalan dengan investor institusi mampu secara efektif memantau manajer REIT dan secara selektif memilih manajer yang baik yang mampu memanfaatkan keuntungan dari strategi diversifikasi.

### 2.3 Pengembangan Hipotesis

Suatu perusahaan perlu menerapkan *good corporate governance* sehingga mampu memberikan kesejahteraan bagi seluruh pemangku kepentingan. Tetapi pada dasarnya ada beberapa manajer yang hanya mementingkan kepentingan pribadi dibandingkan pemegang saham dimana secara tidak langsung akan menurunkan nilai perusahaan itu sendiri.

*Managers entrenchment hypothesis* lebih memilih tidak menggunakan utang sebagai sumber pendanaannya karena menghindari risiko adanya pengambilalihan perusahaan oleh perusahaan lain. Seperti yang dikatakan Stulz (1988) pada penelitian Claessens et al. (2002) bahwa *entrenchment* muncul karena adanya manajer yang melakukan pencegahan pengambilalihan. Semakin kuat *entrenchment manager* maka akan semakin tinggi risiko dalam perusahaan, karena mereka kemungkinan akan berinvestasi atas kepentingannya dan bisa merugikan perusahaan. Oleh karenanya, perlu adanya utang sebagai alat pendisiplinan manajer.

Sesuai dengan teori agensi, utang perusahaan mampu menjadi kontrol manajemen dalam setiap pengeluarannya yang juga akan mengurangi konflik keagenan. Dengan mengurangi *manager's entrenchment* dalam perusahaan maka dengan waktu yang bersamaan perusahaan telah memperbaiki tata kelola mereka. Perbaikan tata kelola ini akan menjadi tolak ukur dalam melihat risiko perusahaan. Semakin baik tata kelola perusahaan maka akan semakin rendah risiko kebangkrutan perusahaan. Rendahnya risiko kebangkrutan karena tata kelola yang

membalik mendorong perusahaan memiliki kesempatan yang semakin tinggi terkait dengan penggunaan utang.

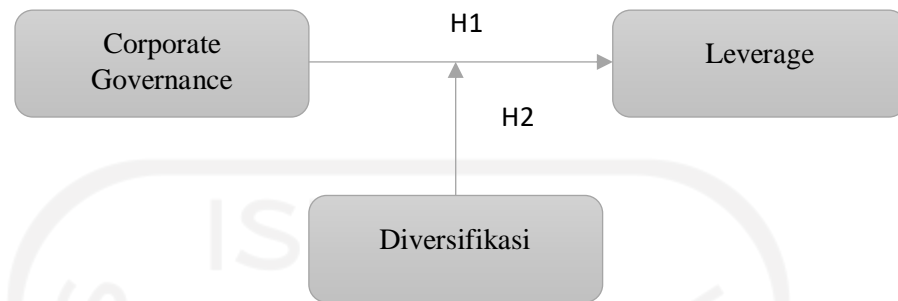
***H1: Tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap leverage***

Strategi diversifikasi yang dilakukan perusahaan diharapkan akan mampu menghasilkan sinergi di kemudian hari. Dengan melakukan diversifikasi maka akan muncul *coinsurance effect* sehingga perusahaan memiliki kapasitas utang yang lebih besar. Dengan melakukan diversifikasi maka diharapkan unit bisnis yang surplus mampu menutupi atau memberikan subsidi silang kepada unit bisnis yang mengalami defisit. Oleh karenanya strategi diversifikasi secara tidak langsung akan mengurangi risiko perusahaan. Hal ini terjadi karena diversifikasi mampu menyebar risiko perusahaan ke berbagai unit bisnis.

Melakukan praktik diversifikasi mampu mengurangi risiko manajer, sehingga manajer akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar (Ji et al., 2020). Sesuai dengan pernyataan tersebut, risiko kebangkrutan akan berkurang tidak hanya dengan adanya tata kelola yang baik tetapi juga dikurangi dengan penggunaan praktik diversifikasi yang dilakukan perusahaan. Kombinasi dari kedua aspek ini yang menyebabkan penurunan risiko kebangkrutan perusahaan sehingga mampu memperkuat perusahaan dalam mengejar kapasitas utang yang lebih besar.

***H2: Perusahaan diversifikasi memperkuat pengaruh positif antara tata kelola dan leverage***

## 2.4 Kerangka Konsep Penelitian



**Gambar 2.1 Kerangka Konsep Penelitian**



## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode pengamatan penelitian dilakukan dari tahun 2017-2019. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini dipilih berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2019.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dan laporan tahunan dengan lengkap pada periode 2017-2019.
3. Perusahaan yang melakukan diversifikasi yang memiliki unit bisnis minimal terdiri dari 2 unit bisnis selama periode berjalan.

Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI terdiri dari 3 sektor yaitu sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri, dan sektor industri barang dan konsumsi. Setiap sektor memiliki sub-sektor, berikut jumlah data yang terdaftar di BEI:

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2019	178
2	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2017-2019	139

3	Perusahaan manufaktur yang mempunyai laporan keuangan lengkap	130
4	Perusahaan manufaktur dengan laporan keuangan lengkap yang memiliki unit bisnis lebih dari 1 segmen usaha	72

### 3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan dan *annual report* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia (BEI) selama periode 2017-2019. Laporan tersebut dapat diperoleh dari alamat website [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), website perusahaan dan IDX Fact Book, dan sumber lainnya.

### 3.3 Variabel Penelitian dan Definisi Variabel

#### 3.3.1 Rasio utang

Rasio utang adalah besaran utang atau proporsi penggunaan utang yang digunakan dibandingkan dengan aset perusahaan. Perhitungan rasio ini dapat memberikan informasi kepada investor ataupun kreditur mengenai seberapa tinggi risiko perusahaan terkait dengan penggunaan utang. Rasio utang dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DAR = \frac{\text{total utang}}{\text{Total Aset}}$$

### 3.3.2 Diversifikasi

Diversifikasi dihitung dengan menggunakan indeks Herfindahl (Nahda & Asri, 2017; Ji et al., 2020) dengan rumus sebagai berikut:

$$DIVR = 1 - \sum_{n=1}^N \left( \frac{segsales}{total\ sales} \right)^2$$

### 3.3.3 Tata kelola perusahaan

#### 3.3.3.1 Kepemilikan Institusi

Kepemilikan institusional diukur dengan persentase kepemilikan institusi dalam struktur kepemilikan perusahaan (Septian & Panggabean, 2017) dengan formula sebagai berikut:

$$\text{kepemilikan institusional} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

#### 3.3.3.2 Rasio Dewan Komisaris Independen

Rasio dewan komisaris independen merupakan rasio jumlah dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan anggota dewan komisaris lainnya, CEO, dan pemegang saham kendali. Keberadaan dewan komisaris independen mampu mengurangi konflik yang terjadi di perusahaan karena dewan komisaris independen merupakan elemen penting dalam proses pengawasan kinerja manajemen (Larastomo et al., 2016).

$$DKI = \frac{\text{rasio dewan komisaris independen}}{\text{total dewan komisaris independen}}$$

### 3.3.3.3 *Entrenchment managers* (CEO *tenure*)

Kekuatan CEO berbeda dan bervariasi dari waktu ke waktu, dan CEO yang baru diangkat biasanya akan mengalami kerentanan pada masa jabatan tiga tahun atau kurang (Fredrickson et al., 1988). Sehingga setelah lebih dari 3 tahun akan memungkinkan CEO lebih tertarik dengan masa jabatan atau kekuasaannya dan menjadi lebih *entrenchment*. Sehingga semakin rendah CEO *tenure* menggambarkan adanya perbaikan tata kelola. CEO *tenure* dapat dihitung dengan menggunakan variabel dummy dengan kode 1 untuk CEO *tenure* lebih besar dari 3 tahun, dan kode 0 jika sebaliknya (Ji et al., 2020).

### 3.3.4 Variabel kontrol

#### 3.3.4.1 Market to book ratio

Nilai saham perusahaan merupakan cerminan kinerja perusahaan di mata publik dan para investor. *Market to book ratio* digunakan oleh para investor dalam menganalisis besarnya keuntungan dari saham karena pengukurannya yang relatif stabil (Justina, 2018). Variabel *market to book ratio* mengacu pada penelitian Morellec et al. (2012), Rebecca dan Siregar (2012), Hann et al. (2013), Nahda dan Asri (2017), Ji et al. (2020). Variabel ini dapat dijadikan acuan sebagai indikator risiko perusahaan, karena *market to book ratio* mampu mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan dengan mengukur kinerja perusahaan dengan harga pasarnya di pasar modal. Perhitungan *market to book ratio* dirumuskan sebagai berikut:

$$MBR = \frac{\text{harga pasar per saham}}{\text{nilai buku per saham}}$$

#### 3.3.4.2 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan dapat diukur dengan melihat bagaimana perusahaan mampu menghasilkan laba. Rasio ini dapat dihitung dengan *return on asset* (ROA). Semakin tinggi nilai ROA perusahaan mencerminkan semakin rendah risiko kebangkrutan perusahaan, karena dengan semakin besar profitabilitas, maka diperkirakan perusahaan memiliki biaya ekuitas dan biaya utang yang lebih kecil (Nahda & Asri, 2017; Rebecca & Siregar, 2012).

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset}$$

#### 3.3.4.3 Ukuran Perusahaan

Perusahaan besar mempunyai aset yang lebih besar dan diharapkan akan menciptakan kesempatan utang yang lebih banyak. Ukuran perusahaan diukur dengan *logarithm natural total assets* mengacu pada penelitian Wisudanto dan Sugiarto (2014), Septian dan Panggabean (2017), serta Ji et al. (2020).

$$Firm\ size_{(i,t)} = \log total\ asset_{(i,t)}$$

#### 3.3.4.4 Volatilitas Arus Kas

Volatilitas arus kas dapat mempengaruhi persistensi laba. Ketika terjadi ketidakpastian yang tinggi di dalam operasional perusahaan maka volatilitas arus kas akan menunjukkan rasio yang tinggi atau berfluktuasi tajam yang menyebabkan laba akan semakin rendah (Fanani, 2010; Dechow & Dichev, 2002). Ketika laba semakin rendah maka perusahaan akan melakukan tambahan dana dari luar, salah satunya dengan utang yang mengakibatkan biaya utang akan semakin tinggi.

Volatilitas arus kas dalam penelitian Dechow dan Dichev (2002) dirumuskan sebagai berikut:

$$Volatility\ cash\ flow = \sigma \frac{CFO_t}{Total\ Aset_{jt}}$$

$CFO_t$  = Aliran kas operasi perusahaan pada tahun t

$Total\ Aset_{jt}$  = Total Aset perusahaan pada tahun t

### 3.4 Metode Analisis

Model penelitian ini diuji dengan menggunakan model *Ordinary Least Square* (OLS), di mana model yang digunakan adalah analisis regresi panel data. Metode OLS memiliki beberapa syarat yang harus dipenuhi agar dalam model peramalan yang dibuat dapat menghasilkan hasil yang tidak bias, efisien, dan valid. Apabila semua syarat dapat dipenuhi maka model regresi linier menghasilkan estimasi BLUE (*Best Linier Unbiased Estimation*).

#### 3.4.1 Uji asumsi klasik

Syarat ketika akan melakukan analisa regresi data panel yaitu dengan melakukan pengujian terlebih dahulu terhadap beberapa asumsi klasik. Dengan pendekatan OLS tidak mengharuskan melakukan semua uji asumsi klasik pada setiap model regresi data panel, hanya multikolonieritas dan heteroskedastisitas saja yang diperlukan (Basuki, 2014), tetapi uji normalitas tetap dilakukan pada penelitian ini.

#### 3.4.1.1 Uji normalitas

Uji normalitas digunakan untuk melihat normalitas populasi data apakah berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan metode uji yang dikembangkan oleh Jerque-Bera (J-B). Metode J-B ini didasarkan pada sampel besar yang diasumsikan bersifat *asymptotic*. Uji normalitas dengan metode ini menggunakan perhitungan skewness dan kurtosis. Namun, uji normalitas bukan merupakan syarat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimation*) dan beberapa pendapat tidak mewajibkan uji normalitas untuk dipenuhi, hal ini sesuai dengan uji asumsi klasik dalam penelitian Basuki dan Prawoto (2015) dan Ardella et al. (2019). Namun karena dalam penelitian ini menggunakan uji F dan uji t maka faktor kesalahan harus mengikuti distribusi normal, oleh karenanya uji normalitas tetap dilakukan dalam penelitian ini. Keputusan tentang normalitas adalah sebagai berikut:

- a. Jika  $\alpha < 0,05$ , distribusi data tidak normal
- b. Jika  $\alpha > 0,05$ , distribusi data normal

#### 3.4.1.2 Uji multikolonieritas

Uji ini untuk mengetahui ada atau tidaknya hubungan linier antara variabel penjelas dalam suatu model regresi. Syarat pada uji ini adalah tidak ada kolerasi yang tinggi antara variabel independen. Uji Multikolinearitas dilakukan dengan metode *Pearson Correlation*. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas dalam model regresi adalah sebagai berikut (Ghozali & Ratmono, 2013):

- a. Jika koefisien korelasi  $< 0,90$  maka dapat dikatakan tidak adanya multikolinearitas

b. Jika koefisien korelasi  $> 0,90$  maka dapat dikatakan adanya multikolinearitas

#### 3.4.1.3 Robust Standard Error - GLS weight: cross section weight

Pada data panel, potensi terjadinya heteroskedastisitas cukup tinggi, sehingga pada penelitian ini melakukan koreksi heteroskedastisitas menggunakan *Robust Standard Error*. *Robust Standard Error* dapat mengatasi heteroskedastisitas dengan memberikan pembobotan pada *window equation estimation* dengan memilih GLSweight: *cross section weight*. *Cross-section weighted* adalah estimasi dengan FGLS (*feasible GLS*) untuk mengatasi heteroskedastisitas antara individu dalam Panel data.

#### 3.4.1.4 Uji Autokorelasi

Model regresi linier terkadang ada korelasi antara residual periode t dengan residual pada periode t-1, sehingga harus diuji autokorelasinya. Autokorelasi terjadi karena observasi dalam data yang digunakan pada periode t dengan periode t-1 yang berurutan berkaitan satu sama lain. Untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan metode uji Durbin-Watson, apabila nilai DW berada di antara -2 sampai +2 artinya tidak terdapat autokorelasi, kriteria ini sesuai dengan kriteria uji autokorelasi yang dilakukan dalam penelitian Medyawati dan Dayanti (2016).

### 3.4.2 Uji hipotesis

#### 3.4.2.1 Uji Analisis Regresi Data Panel dengan spesifikasi *Common Effects*

Regresi data panel adalah gabungan antara data *cross section* dan data *time series*. Sehingga data panel merupakan data dari beberapa sektor yang diamati dari suatu objek penelitian dalam kurun waktu tertentu. Untuk mengestimasi model



regresi data panel menggunakan struktur *Common Effect Model* atau *Pooled Least Square* (PLS). Pada model ini dapat diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu, karena model ini tidak memperhatikan dimensi waktu dan individu.

### 3.4.2.2 Uji *Moderated Regression Analysis*

Uji *moderated Regression Analysis* (MRA) adalah uji interaksi antara variabel dependen dan variabel independen yang diperkuat atau diperlemah oleh adanya variabel moderasi. Menurut Ghozali (2013) uji MRA adalah pendekatan analitik yang mempertahankan integritas sampel dan memberikan dasar untuk mengontrol pengaruh variabel moderator.

Uji regresi data panel dan Uji *moderated Regression Analysis* dalam penelitian ini dapat dinyatakan dalam model persamaan sebagai berikut:

#### **Model I**

$$\text{DebtRatio}_{it} = \beta_1 + \beta_2\text{INST}_{it} + \beta_4\text{MB}_{it} + \beta_5\text{ROA}_{it} + \beta_6\text{SIZE}_{it} + \beta_7\text{CFV}_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{DebtRatio}_{it} = \beta_1 + \beta_2\text{DKI}_{it} + \beta_4\text{MB}_{it} + \beta_5\text{ROA}_{it} + \beta_6\text{SIZE}_{it} + \beta_7\text{CFV}_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{DebtRatio}_{it} = \beta_1 - \beta_2\text{CT}_{it} + \beta_4\text{MB}_{it} + \beta_5\text{ROA}_{it} + \beta_6\text{SIZE}_{it} + \beta_7\text{CFV}_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### **Model II**

$$\text{DebtRatio}_{it} = \beta_1 + \beta_2\text{INST}_{it} + \beta_3\text{DIV}_{it} + \beta_4(\text{DIV}*\text{INST})_{it} + \beta_6\text{MB}_{it} + \beta_7\text{ROA}_{it} + \beta_8\text{SIZE}_{it} + \beta_9\text{CFV}_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{DebtRatio}_{it} = \beta_1 + \beta_2\text{DKI}_{it} + \beta_3\text{DIV}_{it} + \beta_4(\text{DIV}*\text{DKI})_{it} + \beta_6\text{MB}_{it} + \beta_7\text{ROA}_{it} + \beta_8\text{SIZE}_{it} + \beta_9\text{CFV}_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{DebtRatio}_{it} = \beta_1 - \beta_2 \text{CT}_{it} + \beta_3 \text{DIV}_{it} + \beta_4 (\text{DIV} * \text{CT})_{it} + \beta_6 \text{MB}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{SIZE}_{it} \\ + \beta_9 \text{CFV}_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

*Debt Ratio* = Rasio utang perusahaan

INST = Kepemilikan Institusi

DKI = Dewan Komisaris Independen

CT = CEO *Tenure* (masa jabatan CEO)

DIV = Diversifikasi

MB = *Market to book ratio*

ROA = Kinerja perusahaan (*return on asset*)

FAR = *Fixed asset ratio*

CFV = *Cash flow volatility*

$\alpha$  = Konstanta

$\beta$  = Koefisien regresi

$\mu$  = populasi rata-rata

$\varepsilon$  = Error

### 3.4.3 Uji signifikansi

#### 3.4.3.1 Uji simultan ( *F-test* )

Uji ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependennya (Sutrisno, 2017). Uji ini dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai F-hitung dengan nilai F-tabel. Jika hasil uji simultan lebih kecil dibanding taraf signifikan 0,05 maka memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

### 3.4.3.2 Uji signifikan parameter individual (*T-test*)

Uji T digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen secara individual berpengaruh terhadap variabel dependennya (Sutrisno, 2017). Uji T dilakukan dengan membandingkan nilai t hitung dengan t tabel yang tingkat kesalahan ( $\alpha=5\%$ ) derajat kebebasan ( $df = n-k$ ), dengan kriteria:

- a. Nilai  $Sig < \alpha$ ,  $H_0$  ditolak
- b. Nilai  $Sig \geq \alpha$ ,  $H_0$  diterima

## BAB IV

### DATA DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa pengaruh tata kelola dan diversifikasi usaha terhadap utang perusahaan. Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur di BEI periode tahun 2017 – 2019. Berdasarkan hasil seleksi sampel yang dilakukan dengan metode *purposive sampling* maka diperoleh 72 perusahaan manufaktur. Dari data yang terkumpul selanjutnya dilakukan analisis data. Analisis data dibagi menjadi dua jenis, yaitu analisis deskriptif dan analisis inferensial.

#### 4.1 Analisis Deskriptif

Berikut analisis deskriptif terhadap variabel penelitian, yaitu tentang rata-rata dan standar deviasi masing-masing variabel sebagaimana ditunjukkan pada tabel berikut.

**Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Debt to Total Assets</i>	216	0.49	0.24	0.065	1.90
DIV_Herfindahl	216	0.36	0.20	0.002	0.74
Kepemilikan Institusional	216	0.14	0.25	0.000	0.89
Rasio Dewan Komisaris Independen	216	0.41	0.11	0.200	1.00
CEO Tenure	216	0.65	0.48	0.000	1.00
<i>Market to Book Ratio</i>	216	0.37	1.11	-0.051	10.07

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	216	4.24	9.26	-40.00	50.00
SIZE	216	14.91	1.61	11.61	19.68
<i>Cash Flow Volatility</i>	216	0.045	0.04	0.000	0.22

Sumber : Data sekunder diolah, 2021

Dari analisis deskriptif diatas menunjukkan bahwa rata-rata variabel *leverage* adalah sebesar 49% dengan standar deviasi sebesar 24%. Hal ini berarti rata-rata perusahaan memiliki beban utang sebesar 49% dari modal sendiri perusahaan. Nilai standar deviasi lebih rendah dari nilai rata-rata berarti tingkat variabilitas sebaran data *leverage* cukup rendah.

Untuk variabel tingkat diversifikasi perusahaan yang diproksikan dengan Indeks Herfindahl, dimana Indeks Herfindahl didapatkan dengan menjumlahkan semua nilai dari kuadrat penjualan masing-masing segmen dibagi dengan penjualan total perusahaan, dalam penelitian diperoleh nilai minimum sebesar 0,002, nilai maksimum sebesar 0,74, nilai rata-rata sebesar 0,36, dan standar deviasi sebesar 0,20. Diversifikasi sebesar 0,36 menunjukkan bahwa diversifikasi perusahaan cukup menyebar dengan kondisi pasar yang lebih kompetitif, sehingga telah memiliki berbagai segmen dalam penjualan produknya. Dengan adanya nilai standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-rata nya, maka dapat dilihat bahwa sampel untuk variabel diversifikasi perusahaan dapat diterima karena tingkat penyimpangannya tidak sebesar rata-ratanya.

Hasil deskriptif terhadap kepemilikan Institusional (INST) diperoleh nilai minimum sebesar 0% atau tidak ada kepemilikan institusional, nilai maksimum

sebesar 89%, rata-rata sebesar 14% dan standar deviasi sebesar 25%. Hasil ini berarti rata-rata saham yang dimiliki oleh institusi dalam bentuk lembaga keuangan adalah sebesar 14% dari total seluruh kepemilikan saham yang ada. Nilai standar deviasi lebih tinggi dibandingkan rata-ratanya maka sebaran data kepemilikan institusional cukup fluktuatif antara perusahaan satu dengan perusahaan lainnya.

Dari analisis deskriptif diatas menunjukkan bahwa rata-rata komposisi dewan komisaris independen (DKI) memiliki nilai maksimum 100% yang artinya semua dewan komisaris yang dimiliki perusahaan adalah independen. Nilai rata-rata sebesar 0,41 yang berarti rata-rata perusahaan manufaktur memiliki dewan komisaris independen 41% dari seluruh dewan komisaris yang ada. Dengan melihat hasil dari analisis deksriptif maka dapat dikatakan bahwa perusahaan telah memiliki komisaris independen yang cukup untuk memberikan pengawasan manajerial perusahaan, dan dengan rata-rata 41% maka telah memenuhi standar yang ditetapkan oleh BAPEPAM yaitu minimal 30% adanya komisaris independen. Dengan standar deviasi sebesar 0,11 menunjukkan ukuran penyebaran komposisi dewan komisaris cenderung homogen, karena lebih kecil daripada nilai rata-ratanya.

Dari analisis deskriptif diatas menunjukkan bahwa rata-rata CEO *Tenure* (CT) memiliki rata-rata sebesar 0,65 yang berarti sebagian besar perusahaan manufaktur telah menempatkan CEO nya minimal 3 tahun dalam jajaran manjerial perusahaan. Dengan standar deviasi sebesar 0,48 menunjukkan ukuran penyebaran CEO *Tenure* cenderung homogen, karena lebih kecil daripada nilai rata-ratanya.

Untuk variabel *market to book ratio* dalam penelitian diperoleh nilai minimum sebesar -0,05, nilai maksimum sebesar 10,07, nilai rata-rata sebesar 0,37 dan standar deviasi sebesar 1,11. Nilai standar deviasi sebesar 1,11 berarti standar deviasi yang lebih besar dari nilai rata-rata sehingga menunjukkan ukuran penyebaran yang fluktuatif atau tidak homogen.

Untuk variabel ROA yang merupakan ukuran dari kinerja perusahaan dapat diukur dengan melihat bagaimana perusahaan mampu menghasilkan laba. Nilai rata-rata dalam variabel ini adalah 4,24 yang menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan laba adalah sebesar 4,24% dari total assetnya. Nilai standar deviasi lebih tinggi daripada nilai rata-ratanya berarti ukuran varian pada variabel kinerja perusahaan cukup tinggi.

Untuk variabel ukuran perusahaan (SIZE) dalam perusahaan yang dihitung dengan menggunakan logaritma dari total aktiva dari masing-masing perusahaan sampel. Dari penelitian yang dilakukan diperoleh nilai minimum sebesar 11,61, nilai maksimum sebesar 19,68, nilai rata-rata sebesar 14,91, dan standar deviasi sebesar 1,61.

Nilai rata-rata variabel variabel volatilitas arus kas (CFV) adalah 0,045. hal tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas operasi bersih adalah sebesar 4,5% dari total assetnya. Nilai standar deviasi lebih rendah daripada nilai rata-ratanya berarti ukuran varian pada variabel volatilitas arus kas cukup rendah.

## 4.2 Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis dengan uji F dan uji t terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik. Pengujian ini dilakukan untuk menguji validitas dari hasil analisis regresi data panel dengan spesifikasi *common effects*. Adapun pengujian yang digunakan adalah uji normalitas, uji multikolinieritas, dan uji autokorelasi.

### 4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji Normalitas dilakukan per variabel (Jarque-Bera Statistics dan Probability dalam Statistik Deskriptif) dan per model. Metode uji normalitas adalah Jarque-Bera Statistics. Hasil uji normalitas dapat ditunjukkan pada Tabel 4.2:

**Tabel 4.2 Uji Normalitas**

Model	Jarque-Bera	Prob.
Model 1A	136.21	0.000
Model 1B	22.43	0.000
Model 1C	20.79	0.000
Model 2A	19.80	0.000
Model 2B	21.53	0.000
Model 2C	20.44	0.000

Berdasarkan uji statistik Jarque Bera (JB) pada tabel 4.2 dapat disimpulkan bahwa data penelitian memiliki distribusi yang tidak normal. Namun, perlu diingat bahwa besarnya sampel yang ada mungkin tidak cukup besar sebagaimana yang



disarankan oleh uji JB, dimana uji JB sangat baik digunakan pada sampel besar yang datanya lebih dari 1000. Untuk uji normalitas juga bukan merupakan syarat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimation*) dan beberapa pendapat tidak mewajibkan uji normalitas untuk dipenuhi.

#### 4.2.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar variabel independen dalam sebuah model regresi data panel. Untuk dapat mendeteksi ada tidaknya problem multikolinieritas pada sebuah model regresi, dilakukan dengan metode *Pearson Correlation*. Hasil uji multikolinieritas dapat ditunjukkan pada tabel 4.3 berikut:

**Tabel 4.3 Pearson Correlation**

	1	2	3	4	5	6	7	8
1 <i>Debt to Asset Ratio</i>	1							
2 <i>DIV_Herfindahl</i>	0.49	1						
3 <i>Kep. Instiusional</i>	0.03	-0.11	1					
4 <i>DKI</i>	0.12	0.09	0.085	1				
5 <i>CEO Tenure</i>	-0.05	0.06	0.10	-0.18	1			
6 <i>Market to Book Ratio</i>	0.10	-0.003	0.04	0.22	-0.08	1		
7 <i>ROA</i>	-0.31	0.05	-0.02	0.28	0.02	0.21	1	
8 <i>SIZE</i>	-0.06	0.075	0.03	0.06	-0.06	0.05	0.24	1
9 <i>Cash Flow Volatility</i>	0.22	0.15	-0.16	-0.06	-0.07	-0.06	-0.06	-0.24

Berdasarkan Tabel 4.3 yang terdiri dari DAR, diversifikasi, kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, CEO Tenure, Market to Book Ratio, ROA, ukuran perusahaan dan Volatilitas Arus kas memiliki nilai lebih kecil dari

0,90 sehingga model regresi yang diajukan dalam penelitian ini tidak mengandung gejala multikolinieritas.

#### 4.2.3 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah gejala terjadinya korelasi di antara kesalahan pengganggu ( $e_i$ ) dari suatu observasi lainnya. Hasil uji autokorelasi ditunjukkan pada Tabel 4.4

**Tabel 4.4 Uji Autokorelasi**

Model	Durbin-Watson stat
Model 1A	0,44
Model 1B	0,62
Model 1C	0,52
Model 2A	0,58
Model 2B	0,56
Model 2C	0,60

Berdasarkan hasil analisis Durbin Watson diketahui bahwa dari model 1A hingga model 2C memiliki nilai  $-2 < DW < 2$ . Jika sesuai dapat diartikan bahwa tidak ada autokorelasi, sehingga jika dilihat pada tabel 4.4 pada model regresi yang diajukan dapat diterima.

#### 4.3 Hasil Pengujian Hipotesis

Untuk mempermudah perhitungan regresi dari data yang cukup banyak maka dalam penelitian ini diselesaikan dengan bantuan program EViews 10.

##### 4.3.1 Tata Kelola dan Tingkat Utang Perusahaan

Hasil analisis regresi pengaruh tata kelola terhadap rasio utang ditunjukkan pada Tabel 4.5. Uji hipotesis pada model regresi hanya difokuskan pada masing-

masing model, dimana setiap model merupakan variabel tata kelola dengan 3 proksi, yaitu model I kepemilikan institusional, model II rasio dewan komisaris independen, dan model III *CEO Tenure*.

**Tabel 4.5 Hasil Analisis Regresi**

	(I)	(II)	(III)
	<i>Debt to Total Asset</i>		
Kep. Institutional	0.000** (0.000)		
Rasio DKI		0.44*** (0.05)	
<i>CEO Tenure</i>			-0.026** (0.01)
<i>Market to Book Ratio</i>	0.038*** (0.005)	0.04*** (0.01)	0.04*** (0.001)
ROA	-0.009*** (0.002)	-0.01*** (0.000)	-0.01*** (0.000)
SIZE	0.012** (0.006)	0.01*** (0.002)	0.02*** (0.003)
<i>Cash Flow Volatility</i>	1.17*** (0.19)	1.21*** (0.14)	1.36*** (0.13)
Constant	0.26*** (0.09)	0.11** (0.05)	0.22*** (0.04)
Observations	216	216	216
F-statistic	8.81	62.41	54.64
Prob (F-statistic)	0.00	0.00	0.00
R-squared	0.16	0.50	0.56

Sumber: Hasil regresi data panel  
Standard errors in parentheses

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.10$



#### **4.3.2 Uji F**

Uji F digunakan dalam penelitian ini untuk menilai apakah model yang digunakan dalam penelitian ini sudah memenuhi kriteria goodness of fit atau tidak. Berdasarkan hasil uji F seperti Tabel 4.5 dapat diketahui nilai F Statistik berturut-turut sebesar 8,81; 62,41; 54,64 dan probabilitas (sig) sebesar  $0,00 < 0,05$ , yang berarti terdapat pengaruh secara serentak dan signifikan variabel kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, CEO Tenure, Market to Book Ratio, ROA, ukuran perusahaan dan Volatilitas Arus kas terhadap leverage pada

perusahaan manufaktur di BEI. Dengan demikian model yang diajukan dalam penelitian ini telah memenuhi kriteria *goodness of fit*

#### 4.3.3 Uji t (Pengujian Hipotesis)

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap leverage. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Nuraina (2012) dan Fransiska et al. (2016) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Murtiningtyas (2012) yang menyatakan bahwa semakin tinggi persentase pemegang saham institusional maka kebijakan utang perusahaan akan mengalami kenaikan.

Untuk tata kelola yang diukur dengan proksi dewan komisaris independen menunjukkan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian Sheikh dan Wang (2012) yang menemukan pengaruh positif signifikan antara komisaris independen terhadap struktur modal. Penelitian (Agyei & Owusu, 2014) juga menemukan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Sementara untuk proksi CEO *Tenure* menunjukkan bahwa CEO *Tenure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Sesuai dengan penelitian John dan Litov (2010), Ji et al., (2020) bahwa ketika manajer dengan jabatan yang lama (*entrenchment manager*) akan menimbulkan *leverage* yang tinggi dan kemudian *leverage* semakin menurun seiring dengan perbaikan tata kelola yang

dapat dilihat dengan pengurangan *entrenchment manager*.

Berdasarkan hasil ketiga uji tersebut maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama yang menyatakan bahwa “*Tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap leverage*” dapat didukung oleh data.

Hasil pengujian variabel kontrol menunjukkan bahwa variabel *market to book ratio*, ROA, ukuran perusahaan, dan CFV terbukti berpengaruh signifikan terhadap *leverage* perusahaan. Sehingga dapat diartikan dengan besar kecilnya *leverage* perusahaan dipengaruhi oleh besar kecilnya rasio nilai buku, ROA, ukuran perusahaan, dan CFV.

#### 4.3.4 Tata Kelola, Diversifikasi Usaha, dan Tingkat Utang Perusahaan

Analisis regresi moderasi digunakan untuk mengetahui peran diversifikasi dalam memoderasi pengaruh tata kelola terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia. Pengujian model regresi moderasi juga dilakukan dengan menggunakan 3 proksi, yaitu model I kepemilikan tata kelola, model II rasio dewan komisaris independen, dan model III CEO *Tenure*. Hasil analisis regresi Moderasi ditunjukkan pada Tabel 4.6

**Tabel 4.6 Hasil Analisis Regresi Moderasi**

	(I)	(II)	(III)
	<i>Debt to Asset Ratio</i>		
Kep. Institutional	0.001*** (0.003)		
Rasio DKI		0.03* (0.08)	

CEO <i>Tenure</i>			-0.11***
			(0.02)
DIV_Herfindahl	0.06***	-0.5***	-0.11***
	(0.02)	(0.08)	(0.04)
INST*DIV_Herfindahl	-0.003***		
	(0.000)		
DKI*DIV_Herfindahl		1.21***	
		(0.17)	
CT*DIV_Herfindahl			0.24***
			(0.05)
<i>Market to Book Ratio</i>	0.04***	0.04***	0.04***
	(0.007)	(0.008)	(0.01)
ROA	-0.01***	-0.012***	-0.01***
	(0.001)	(0.001)	(0.00)
SIZE	0.02***	0.011***	0.02***
	(0.001)	(0.002)	(0.003)
<i>Cash Flow Volatility</i>	1.16***	1.20***	1.32***
	(0.04)	(0.035)	(0.14)
Constant	0.20***	0.30***	0.21***
	(0.02)	(0.025)	(0.05)
Observations	216	216	216
F-statistic	71.26	40.09	50.49
Prob(F-statistic)	0.00	0.00	0.00
R-squared	0.70	0.56	0.62

Sumber: Hasil regresi data panel  
Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.10

Hasil pengujian model regresi variabel moderasi kepemilikan institusi dan diversifikasi (INST\*DIV) menunjukkan bahwa diversifikasi usaha memiliki pengaruh yang signifikan di dalam memoderasi hubungan kepemilikan institusional terhadap *leverage* perusahaan. Jika dilihat pada tabel 4.6 maka dapat disimpulkan bahwa pada perusahaan diversifikasi dengan rasio kepemilikan institusi yang semakin tinggi malah akan memperlemah pengaruh tata kelola yang semakin baik terhadap tingginya penggunaan utang. Hasil ini sesuai dengan penelitian Rebecca dan Siregar (2012), Murtini (2017) dan (2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Hasil pengujian variabel interaksi Dewan Komisaris Independen dan diversifikasi (DKI\*DIV) menunjukkan bahwa diversifikasi merupakan variabel yang signifikan memoderasi hubungan dewan komisaris independen terhadap *leverage* perusahaan. Kemudian variabel interaksi CEO *tenure* dan diversifikasi (CT\*DIV) juga menunjukkan diversifikasi merupakan variabel yang signifikan memoderasi hubungan CEO *tenure* terhadap *leverage* perusahaan. sesuai dengan penelitian Ji et al. (2020) yang menemukan bahwa dengan melakukan praktik diversifikasi manajer akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar. Jika dilihat pada tabel 4.6 maka dapat disimpulkan bahwa keberadaan dewan komisaris independen dan CEO *tenure* akan memperkuat pengaruh tata kelola yang semakin baik terhadap tingginya penggunaan utang.

Berdasarkan hasil ketiga regresi moderasi maka dapat disimpulkan bahwa



hipotesis kedua yang menyatakan “*perusahaan diversifikasi memperkuat pengaruh positif antara tata kelola dan leverage*” didukung oleh hasil penelitian.

Seberapa besar variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen dapat ditunjukkan dengan nilai koefisien determinasi. Hasil koefisien determinasi ( $R^2$ ) dari hasil regresi sebelum moderasi pada model I sebesar 0,16 yang dapat diartikan bahwa variabel independen dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel rasio utang sebesar 16%, sehingga 84% dijelaskan oleh variabel lainnya. Pada model II sebesar 0,60 yang dapat diartikan bahwa variabel independen dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel rasio utang sebesar 60%, sehingga 40% dijelaskan oleh variabel lainnya. Kemudian pada model III sebesar 0,56 yang dapat diartikan bahwa variabel independen dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel rasio utang sebesar 56%, sehingga 44% dijelaskan oleh variabel lainnya.

Kemudian hasil koefisien determinasi ( $R^2$ ) dari hasil regresi setelah moderasi pada model I sebesar 0,70 yang berarti sebesar 70% variabel moderasi dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel rasio utang dan residualnya 30% dijelaskan oleh variabel lainnya. Pada model II sebesar 0,56 yang berarti 56% variabel moderasi dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel rasio utang dan residualnya 44% dijelaskan oleh variabel lainnya. Kemudian untuk model III sebesar 0,62 berarti 62% variabel moderasi dan variabel kontrol mampu menjelaskan variabel rasio utang dan residualnya 38% dijelaskan oleh variabel lainnya.

Jika dilihat dari hasil koefisien determinasi dari hasil regresi sebelum moderasi dan setelah moderasi maka dapat disimpulkan bahwa koefisien determinasi pada regresi setelah moderasi memiliki hasil yang lebih baik karena dari ketiga model memiliki hasil lebih besar dari 0,50 sehingga variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen dengan baik.

#### **4.4 Pembahasan Hasil Penelitian**

##### **4.4.1 Pembahasan Hipotesis Pertama**

Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa variabel tata kelola perusahaan terbukti berpengaruh signifikan terhadap *leverage* perusahaan. Hasil pengujian terhadap ketiga proksi tata kelola perusahaan membuktikan bahwa kepemilikan institusional, komposisi dewan komisaris independen, dan variabel CEO *tenure* terbukti berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Dengan demikian hipotesis pertama penelitian ini didukung.

Kepemilikan institusional dalam penelitian ini terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap *leverage* perusahaan. Sehingga dapat diartikan bahwa semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh kelompok institusi maka semakin besar tingkat utang perusahaan. Hal ini dikarenakan pemegang saham menghendaki ada pihak ketiga yang ikut mengawasi kinerja manajemen, dalam hal ini kreditur (*debtholder*).

Pihak institusi yang memiliki konsentrasi tinggi dalam mengawasi kinerja perusahaan adalah perusahaan lembaga keuangan, baik itu sektor asuransi, pegadaian, atau perbankan yang menanam saham sebagai bagian portofolio investasinya. Menurut Larasati (2011) perusahaan *go public* di Indonesia

dikendalikan melalui institusi atau badan hukum (PT) berbentuk *holding company*. Kepemilikan yang dimiliki institusi biasanya dalam jumlah yang besar (Murtini, 2018). Pihak institusi berkepentingan atas utang dalam perusahaan sehingga akan ikut memonitor kinerja manajemen.

Sebagai pihak mayoritas pemegang saham, pemilik institusional memiliki hak yang besar atas kendali penggunaan utang perusahaan. Rasio utang yang optimal pada perusahaan menandakan bahwa perusahaan memiliki tingkat pengawasan yang baik dari pihak pemegang utang sehingga menarik perhatian pihak institusi lain untuk menanamkan dana ke dalam perusahaan tersebut. Dengan begitu perusahaan memiliki fleksibilitas dalam penggunaan utang yang mana tetap dalam pengawasan investor institusi. Kemudian dapat disimpulkan dari hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa semakin besar persentase pemegang saham institusional diharapkan akan semakin besar *leverage* pada perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Nuraina (2012) dan Fransiska et al. (2016) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Murtiningtyas (2012) yang menyatakan bahwa semakin tinggi persentase pemegang saham institusional maka kebijakan utang perusahaan akan mengalami kenaikan. Tetapi, bertentangan dengan penelitian (Wibowo & Nugrahati, 2012) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan institusi berpengaruh negatif terhadap biaya utang.

Hasil penelitian menemukan bahwa tata kelola perusahaan yang diukur dengan Dewan Komisaris Independen terbukti berpengaruh positif terhadap

*leverage* pada perusahaan manufaktur di BEI. Hal ini berarti semakin besar komposisi komisaris independen dalam ukuran dewan komisaris akan semakin tinggi tingkat utang perusahaan. Pembentukan dewan komisaris merupakan salah satu mekanisme tata kelola yang melakukan pengawasan terhadap kinerja manajer pada perusahaan, sehingga dalam perusahaan yang terdaftar di bursa efek diharuskan untuk memiliki dewan komisaris yang memonitor perusahaan agar tercipta *Good Corporate Governance*.

Komisaris independen merupakan anggota dewan komisaris yang tidak memiliki hubungan apapun dengan dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali baik dalam hubungan keuangan, kepengurusan maupun hubungan keluarga. Oleh karenanya, jika perusahaan memiliki dewan komisaris independen maka perusahaan akan mampu membuat laporan keuangan yang lebih berintegritas. Dengan kata lain semakin besar proporsi komisaris independen maka kinerja manajemen dapat diandalkan sehingga pemakai laporan keuangan, termasuk kreditur akan lebih mempercayai perusahaan dalam hal memberikan pinjaman kepada perusahaan.

Jika mengacu pada pengertian teori agensi maka keberadaan dewan komisaris independen mampu meningkatkan pengawasan terhadap perilaku manajer agar tidak bertindak leluasa untuk mensejahterakan kepentingan pribadi mereka. Dengan adanya dewan komisaris independen yang ikut andil dalam menjalankan kebijakan perusahaan terutama kebijakan utang maka akan mengurangi konflik yang terjadi karena asimetri informasi antara pemegang saham

dan manajer. Adanya peningkatan pengawasan tersebut maka manajemen akan memberikan kinerja yang efisien sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Salah satu turunan dari teori agensi menjelaskan bahwa perusahaan dapat menggunakan utang untuk meminimalkan masalah agensi antara pemegang saham dan manajer (Sheikh & Wang, 2012). Dengan demikian komisaris independen diharapkan memilih menggunakan utang sebagai modal perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa keberadaan dewan komisaris independen akan meningkatkan utang perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Berger et al., (1997), Wibowo & Nugrahati (2012), Sheikh & Wang (2012) yang menyatakan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap biaya utang. Hal ini bertentangan dengan Anizar (2017) yang menyatakan bahwa komisaris independen berpengaruh tidak signifikan terhadap *total debt ratio*.

CEO *tenure* dalam penelitian ini terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur di BEI. Hasil tersebut dapat diartikan bahwa penurunan *entrenchment managers* menyebabkan semakin rendahnya penggunaan utang pada perusahaan. Hal ini sesuai dengan *creditor alignment hypothesis* yang dijelaskan dalam penelitian John dan Litov (2010), Ji et al. (2020) bahwa ketika manajer dengan jabatan yang lama (*entrenchment manager*) akan menimbulkan *leverage* yang tinggi dan kemudian *leverage* semakin menurun seiring dengan perbaikan tata kelola yang dapat dilihat dengan pengurangan *entrenchment manager*. Sehingga dengan tata kelola yang membaik maka manajer akan lebih selaras dengan pemegang saham dan tata kelola yang berkualitas juga akan menurunkan penggunaan utang (Sheikh & Wang, 2012).

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian John & Litov (2010), Hermassi et al., (2015) yang menemukan *entrenchment managers* akan meningkatkan utang perusahaan, jika dijelaskan menurut *creditor alignment hypothesis* maka rasio utang akan menurun ketika terjadi penurunan *entrenchment*. Tetapi, bertentangan dengan penelitian Berger et al., (1997) yang menyatakan bahwa *leverage* akan meningkat dengan adanya penurunan *entrenchment*.

Untuk variabel kontrol, variabel *Market to Book Ratio* terbukti berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena *Market to book ratio* digunakan oleh para investor dalam menganalisis besarnya keuntungan dari saham karena pengukurannya yang relatif stabil (Justina, 2018). Variabel ini dapat dijadikan acuan sebagai indikator risiko perusahaan, karena *market to book ratio* mampu mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan dengan mengukur kinerja perusahaan dengan harga pasarnya di pasar modal. Semakin besar tingkat pertumbuhan perusahaan, maka perusahaan membutuhkan dana yang besar dengan menggunakan dana yang berasal dari sumber eksternal.

Variabel kontrol ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang, yang berarti semakin besar profitabilitas akan berpengaruh pada semakin kecilnya utang perusahaan. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory*, bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal, karena dana internal tidak menciptakan sinyal yang buruk yang dapat menurunkan harga saham perusahaan (Fransiska et al., 2016). Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi biasanya akan menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk memenuhi

kebutuhan operasionalnya sebelum memutuskan untuk menggunakan dana eksternal atau utang.

Tingkat profitabilitas yang dihasilkan perusahaan memiliki arti bahwa perusahaan tersebut tentunya juga memperoleh laba. Laba ditahan perusahaan itulah yang dijadikan sumber pendanaan utama untuk mengembangkan usaha dan investasi perusahaan (Maftukhah, 2013). Jika profitabilitas meningkat, perusahaan cenderung akan mengurangi utang (Murtiningtyas, 2012). Sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.

Penelitian ini menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap rasio utang. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan akan semakin tertarik menggunakan utang. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses dana di pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal. Dengan kata lain, dengan ukuran perusahaan yang semakin besar maka diharapkan hasil operasional perusahaan juga semakin tinggi, yang kemudian pihak kreditur akan semakin percaya terhadap perusahaan. Kepercayaan pihak kreditur inilah yang memberikan fleksibilitas perusahaan dalam mendapatkan dana eksternal, oleh karenanya proporsi utang perusahaan akan semakin tinggi. Kreditur tertarik untuk menanamkan dana ke dalam perusahaan atas dasar keyakinannya yang dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Maftukhah, 2013).

Volatilitas arus kas merupakan arus kas dari aktivitas operasional. Volatilitas arus kas berpengaruh positif terhadap rasio utang yang artinya semakin

tinggi VCF maka rasio utang akan meningkat. Informasi arus kas memiliki kegunaan untuk menganalisis kredit, menetapkan pinjaman, bahkan mampu meramal kebangkrutan. Ketika terjadi ketidakpastian yang tinggi di dalam operasional perusahaan maka volatilitas arus kas akan menunjukkan rasio yang tinggi atau berfluktuasi tajam yang menyebabkan laba akan semakin rendah (Fanani, 2010; Dechow & Dichev, 2002). Dengan rendahnya laba yang dihasilkan maka akan mendorong perusahaan dalam penggunaan dana eksternal yaitu utang. Besarnya tingkat utang perusahaan dapat meningkatkan persistensi laba atau dengan tujuan untuk menarik perhatian investor dan kreditor dengan mempertahankan kinerja yang baik. Persistensi laba adalah kemampuan perusahaan dalam mempertahankan laba yang diperoleh pada periode yang berkelanjutan yang nantinya akan dijadikan gambaran akan laba tahun selanjutnya. Persistensi laba yang stabil akan meningkatkan kepercayaan kreditor mengenai jumlah uang pinjaman kepada perusahaan.

#### **4.4.2 Pembahasan Hipotesis Kedua**

Hasil pengujian moderasi menunjukkan bahwa variabel interaksi kepemilikan institusi dan diversifikasi (INST\*DIV) berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*, yang artinya pada perusahaan terdiversifikasi, persentase kepemilikan institusi yang semakin tinggi akan menurunkan tingkat utang perusahaan. Kemudian untuk variabel moderasi Dewan Komisaris Independen dengan diversifikasi (DKI\*DIV) dan CEO *Tenure* dengan Diversifikasi (CT\*DIV) terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* pada perusahaan manufaktur yang artinya pada perusahaan diversifikasi, keberadaan dewan



komisaris independen dan rendahnya masa jabatan CEO sebagai proksi tata kelola akan meningkatkan utang perusahaan.

Strategi diversifikasi yang dilakukan perusahaan diharapkan akan mampu menghasilkan sinergi di kemudian hari. Dengan melakukan diversifikasi maka akan muncul *coinsurance effect* sehingga perusahaan memiliki kapasitas utang yang lebih besar. Hal ini konsisten dengan penjelasan *coinsurance effect* bahwa segmen usaha dengan arus kas yang berkorelasi tidak sempurna akan memberikan pengurangan risiko operasi sehingga meningkatkan kapasitas utang perusahaan. Dengan melakukan diversifikasi maka diharapkan unit bisnis yang surplus mampu menutupi atau memberikan subsidi silang kepada unit bisnis yang mengalami defisit. Oleh karenanya strategi diversifikasi secara tidak langsung akan mengurangi risiko perusahaan. Hal ini terjadi karena diversifikasi mampu menyebar risiko perusahaan ke berbagai unit bisnis. Sesuai dengan hasil penelitian Ji et al. (2020) menemukan bahwa pada perusahaan yang melakukan diversifikasi akan cenderung mengejar kapasitas utang yang lebih besar karena risiko perusahaan yang kecil akibat praktik diversifikasi.

Hasil penelitian menyatakan bahwa variabel diversifikasi memperlemah hubungan kepemilikan institusi terhadap peningkatan utang. Hal ini dapat dijelaskan bahwa rasio kepemilikan institusi juga merupakan salah satu alternatif yang dapat mengurangi konflik agensi dengan meningkatkan pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajemen. Investor institusional merupakan investor berpengalaman yang tidak mudah ditipu atau diperdaya oleh manipulasi manajemen karena mereka mampu melakukan analisa dengan baik, sehingga

meminimalkan adanya asimetri informasi antar manajer dan pemegang saham (Wijayanti & Mukti, 2018). Perusahaan terdiversifikasi dengan tata kelola yang baik akan menciptakan sinergi yang dibentuk oleh masing-masing unit bisnis yang kemudian menciptakan efisiensi dan efektifitas kinerja yang dapat mengurangi *agency cost* (Elmar et al., 2017). Hal ini dimungkinkan karena pihak institusi hanya memilih investasi yang aman atau tidak ingin adanya peningkatan risiko dengan seiring penggunaan utang yang meningkat (Murtini, 2018).

Pada perusahaan terdiversifikasi dengan struktur yang lebih kompleks akan membuat manajer lebih hati-hati dalam melakukan keputusan salah satunya terkait dengan kebijakan utang untuk menghindari adanya *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Hal tersebut juga dikarenakan adanya pengawasan yang optimal dari pihak institusi. Dengan adanya kepemilikan institusional dapat menggantikan peranan utang sebagai kontrol manajemen dan mampu mengurangi risiko kebangkrutan dengan menurunkan tingkat penggunaan utang pada perusahaan. Konsekuensinya adalah tingkat utang menjadi lebih rendah pada perusahaan yang kepemilikan institusinya lebih banyak. Sehingga pada perusahaan yang terdiversifikasi keberadaan investor institusi diharapkan akan cenderung menekan penggunaan utang perusahaan.

Sebagai pihak mayoritas, pemegang saham institusional memiliki hak yang besar atas kendali penggunaan utang perusahaan. Pengawasan yang dilakukan investor institusi terhadap manajer dalam penggunaan utang dilakukan supaya manajer tidak menggunakannya untuk kepentingan pribadi. Dengan pengawasan yang lebih optimal dari pemegang saham institusional maka membuat manajer jadi

lebih terbatas ruang geraknya untuk meningkatkan utang. Hal ini dikarenakan pihak investor institusi tidak mau mengambil keputusan yang berisiko karena mereka juga menanamkan dana pada perusahaan.

Oleh karenanya, penelitian ini menyatakan bahwa pada perusahaan dengan tingkat diversifikasi yang tinggi, rasio kepemilikan institusional akan menurunkan tingkat penggunaan utang pada perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Murtini (2018) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Begitu pula pada penelitian (Hoechle et al., 2012) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional pada perusahaan terdiversifikasi berpengaruh positif pada *leverage*. Tetapi, bertentangan dengan penelitian Rebecca & Siregar (2012) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusi tidak memiliki pengaruh terhadap *leverage*. Dan juga bertentangan dengan penelitian Larasati (2011), Nuraina (2012), Morellec et al. (2012), Maftukhah (2013), serta Fransiska et al. (2016) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan.

Di sisi lain, diversifikasi usaha justru memperkuat hubungan dewan komisaris independen terhadap peningkatan utang. Hal ini dapat diartikan bahwa keberadaan dewan komisaris independen dalam perusahaan terdiversifikasi tetap dapat diandalkan dalam pembuatan laporan keuangan yang berintegritas sehingga mampu menarik perhatian para kreditur untuk menaruh investasi dalam perusahaan. Dengan praktik diversifikasi yang dapat menurunkan risiko perusahaan maka diharapkan dewan komisaris independen akan memilih pendanaan utang dari pihak eksternal yang juga dapat dijadikan sebagai pendisiplinan manajer. Hasil ini sesuai

dengan penelitian Berger et al., (1997), Wibowo & Nugrahati (2012), Sheikh & Wang (2012) yang menyatakan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap biaya utang. Hal ini bertentangan dengan Anizar (2017) yang menyatakan bahwa komisaris independen berpengaruh tidak signifikan terhadap *total debt ratio*.

Hasil penelitian juga menyatakan bahwa pada diversifikasi usaha akan menguatkan hubungan CEO *tenure* sebagai proksi tata kelola terhadap meningkatnya rasio utang. Hal ini dapat dijelaskan bahwa dengan melakukan praktik diversifikasi akan mampu mengurangi risiko manajer, sehingga manajer akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar (Ji et al., 2020). Berdasarkan teori *entrenchment managers hypothesis* menyatakan bahwa manajer dengan masa jabatan yang lama (*entrenchment*), dimana menggambarkan tata kelola yang buruk menyebabkan rasio utang menurun dan penggunaan utang akan meningkat seiring dengan perbaikan tata kelola perusahaan yang lebih mementingkan hak pemegang saham dengan mengurangi adanya *entrenchment manager*. Hasil ini mendukung penelitian Berger et al., (1997) yang menyatakan bahwa *leverage* akan meningkat dengan adanya penurunan *entrenchment*. Tetapi, hasil tersebut bertentangan dengan penelitian Ji et al., (2020) yang menemukan bahwa *entrenchment managers* pada perusahaan diversifikasi cenderung akan meningkatkan utang, dimana jika melihat teori *entrenchment managers hypothesis* justru rasio utang meningkat ketika penurunan *entrenchment managers*.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa risiko kebangkrutan akan berkurang tidak hanya dengan adanya tata kelola yang baik tetapi juga dikurangi dengan

praktik diversifikasi yang dilakukan perusahaan. Kombinasi dari kedua aspek ini yang menyebabkan penurunan risiko kebangkrutan perusahaan sehingga mampu memperkuat perusahaan dalam mengejar kapasitas utang yang lebih besar.

Tata kelola perusahaan merupakan suatu mekanisme pengelolaan yang didasarkan pada teori keagenan. Penerapan konsep tata kelola perusahaan diharapkan memberikan kepercayaan terhadap agen (manajemen) dalam mengelola kekayaan pemilik (investor), dan pemilik menjadi lebih yakin bahwa agen tidak akan melakukan suatu kecurangan untuk kesejahteraan agen. Besarnya rasio dewan komisaris independen dan pengurangan *entrenchment manager* akan lebih memudahkan perusahaan dalam upaya untuk mengendalikan sikap oportunistik manajemen sehingga akan mengurangi *agency cost* pada perusahaan serta meningkatnya penggunaan utang oleh manajemen. Hal ini akan sangat efektif jika perusahaan memiliki diversifikasi yang lebih merata, sehingga penggunaan utangnya akan semakin besar.

## **BAB V**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

## 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap tingkat utang dengan diversifikasi sebagai variabel moderasi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa:

1. Tata kelola perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap tingkat utang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indoensia. Hal ini ditunjukkan dengan adanya pengaruh signifikan dan positif dari kepemilikan institusional dan dewan komisaris independen terhadap tingkat utang.
2. Hasil penelitian di satu sisi menemukan bahwa diversifikasi usaha memperkuat hubungan dewan komisaris independen dan CEO *tenure* terhadap tingkat utang perusahaan secara signifikan, dan di sisi lain kepemilikan institusional memperlemah pengaruh positif tata kelola terhadap tingkat utang perusahaan.

## 5.2 Keterbatasan penelitian

Peneliti menyadari bahwa hasil penelitian ini masing memiliki kelemahan, karena keterbatasan-keterbatasan sebagai berikut:

1. Sampel yang dilakukan dalam penelitian ini hanya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan selama tiga tahun yaitu tahun 2017-2019, sehingga observasi yang dilakukan menjadi sangat terbatas.
2. Dalam pengukuran diversifikasi, penelitian ini hanya diukur dengan sub segmen sehingga tidak mampu mengukur hingga segmen penjualan terkecil,

karena keterbatasan dalam laporan keuangan yang menyampaikan informasi segmen yang telah dimasukkan dalam kelompok-kelompok sub segmen.

3. CEO *tenure* yang merupakan salah satu proksi tata kelola masih diperlukan adanya pengembangan penelitian yang lebih lanjut. Penting untuk diperhatikan bahwa kekuatan CEO sangat bervariasi dalam waktu ke waktu, bahkan para CEO memiliki kekuasaan dengan berbagai cara, salah satunya melakukan kontrol suara. Keterbatasan penelitian ini terjadi karena terbatasnya informasi mengenai kepemilikan saham dan juga jaminan kompensasi.

### 5.3 Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan keterbatasan penelitian maka dapat disarankan:

- a. Bagi investor untuk menghindari risiko dengan penggunaan utang yang besar pada perusahaan manufaktur di BEI, hendaknya memiliki perusahaan yang penjualannya terdiversifikasi dalam berbagai segmen penjualan karena perusahaan yang memiliki segmen penjualan yang bervariasi (terdiversifikasi) karena risiko perusahaan yang rendah.
- b. Bagi kreditur, dalam melakukan keputusan untuk memberikan utang perusahaan, kreditur dapat melihat faktor-faktor mekanisme tata kelola, seperti kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, dan perilaku manajer yang dilihat dari masa jabatannya. Dengan adanya ketiga proksi tata kelola tersebut, maka kinerja perusahaan menjadi lebih terpercaya.
- c. Bagi peneliti selanjutnya perlu mempertimbangkan variabel lain yang diperkirakan berpengaruh terhadap leverage perusahaan, misalnya

kepemilikan manajerial, kualitas audit atau variabel lainnya serta mengembangkan ukuran diversifikasi perusahaan menggunakan metode atau formula yang lain.

### Daftar Pustaka

- Agyei, A., & Owusu, A. R. (2014). The Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Ghanaian Listed Manufacturing Companies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(1), 109–118.
- Anizar, O. (2017). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Keputusan Struktur Modal Pada Perusahaan Semua Sektor Non-Keluangan yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2014. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 6(2), 207–220.
- Ardella, R., Istiyani, N., & Jumiati, A. (2019). Determinan Tingkat Partisipasi Angkatan Kerja Wanita di Pulau Jawa Tahun 2006-2017. *Jurnal Ekonomi Ekuilibrium (JEK)*, 3(2), 15–22.
- Arping, S., & Sautner, Z. (2010). Corporate governance and leverage: Evidence from a natural experiment. *Finance Research Letters*, 7(2), 127–134.
- Basuki, A. T. (2014). *Regresi Model PAM, ECM dan Data Panel dengan Eviews 7*. 1–75.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2015). Analisis Komposisi Pengeluaran Publik Terhadap Pertumbuhan Ekonomi dalam Mendukung Good Governance dalam Memasuki MEA (Studi Empiris Provinsi di Indonesia Tahun 2010-2014). *Book of Proceedings Published by Universitas Negeri Padang*, c, 1–19.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411–1438.
- Chen, S. S., & Chen, I. J. (2012). Corporate governance and capital allocations of diversified firms. *Journal of Banking and Finance*, 36(2), 395–409.



- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 77(SUPPL.), 35–59.
- Elmar, Y., Tanjung, A. R., & Indrawati, N. (2017). Pengaruh Strategi Diversifikasi dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Dimoderasi Oleh Corporate Governance (Studi Pada Perusahaan Kelompok LQ 45 di Bursa Rfek Indonesia Tahun 2013-2015). *Jurnal Ekonomi*, 25.
- Fanani, Z. (2010). Analisis Faktor-Faktor Penentu Persistensi Laba. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 7(1), 109–123.
- Fransiska, Y., Endang S, R. A., & Purwanto, N. (2016). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi Unikama*, 4(1), 1–15.
- Frattaroli, M. (2020). Does protectionist anti-takeover legislation lead to managerial entrenchment? *Journal of Financial Economics*, 136(1), 106–136.
- Fredrickson, J. W., Hambrick, D. C., & Baumrin, S. (1988). A Model of CEO Dismissal. *Academy of Management Review*, 13(2), 255–270.
- Hann, R. N., Ogneva, M., & Ozbas, O. (2013). Corporate diversification and the cost of capital. *Journal of Finance*, 68(5), 1961–1999.
- Hartzell, J. C., Sun, L., & Titman, S. (2014). Institutional investors as monitors of corporate diversification decisions: Evidence from real estate investment trusts. *Journal of Corporate Finance*, 25, 61–72.
- Hermassi, N., Adjaoud, F., & Aloui, C. (2015). The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure: Empirical Evidence from Canada. *Gestion 2000*, 32(6), 95.
- Hoechle, D., Schmid, M., Walter, I., & Yermack, D. (2012). How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 103(1), 41–60.

- Iyer, S. R., Sankaran, H., & Nejadmalayeri, A. (2017). CEO overconfidence and agency cost of debt: An empirical analysis of CEO turnover events. *North American Journal of Economics and Finance*, 42, 300–313.
- Ji, S., Mauer, D. C., & Zhang, Y. (2020). Managerial entrenchment and capital structure: The effect of diversification. *Journal of Corporate Finance*, 65(February 2018), 101505.
- John, K., & Litov, L. (2010). Managerial Entrenchment and Capital Structure : New Evidence. *Journal of Empirical Legal Studies*, 7(4), 693–742.
- Justina, D. (2018). Pengaruh Firm Size dan Market to Book Ratio terhadap Return Portofolio. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Sriwijaya*, 15(2), 138–145.
- Kusuma, H., & Susanto, E. (2004). Efektifitas Mekanisme Bonding: Kasus Perusahaan-Perusahaan yang Dikontrol Komisaris Independen. *Jurnal Akuntansi Dan Auditing Indonesia*, 8(1).
- Larasati, E. (2011). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 16(2), 103–107.
- Larastomo, J., Perdana, H. D., Triatmoko, H., & Sudaryono, E. A. (2016). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan dan Penghindaran Pajak Terhadap Manajemen Laba Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Bisnis Dan Manajemen*, 6(1), 63–74.
- Maftukhah, I. (2013). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 69–81.
- Medyawati, H., & Dayanti, A. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Manajemen Laba: Analisis Data Panel. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis*, 21(3), 96409.
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schurhoff, N. (2012). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics. *American Journal of Hypertension*, LXVII(3), 803–848.
- Murtini, U. (2017). Good Corporate Governance, Kinerja Perusahaan, Dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 13(2), 145.

- Murtini, U. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Institusional, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan Fakultas Bisnis UKDW*, 14, 283.
- Murtiningtyas, A. I. (2012). Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2).
- Nahda, K., & Asri, M. (2017). Diversifikasi korporasi dan biaya modal. *Jurnal Siasat Bisnis*, 21(2), 181–198. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art6>
- Ni, J., Chu, L. K., & Li, Q. (2017). Capacity decisions with debt financing: The effects of agency problem. *European Journal of Operational Research*, 261(3), 1158–1169.
- Nuraina, E. (2012). Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei). *AKRUAL: Jurnal Akuntansi*, 4(1), 51.
- Rebecca, Y., & Siregar, S. V. (2012). Pengaruh Corporate Governance Index, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Skripsi Akuntansi, Universitas Indonesia. Jakarta, September*, 1–28.
- Septian, M., & Panggabean, R. (2017). *Septian dan Panggabean: Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Biaya Utang... XXII(01)*, 37–51.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: Empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance (Bingley)*, 12(5), 629–641.
- Wang, H. (2011). Managerial entrenchment, equity payout and capital structure. *Journal of Banking and Finance*, 35(1), 36–50.
- Wibowo, P. F., & Nugrahati, Y. W. (2012). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Biaya Hutang. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 2012, 1–25.
- Wijayanti, E. D., & Mukti, A. H. (2018). Pengaruh Diversifikasi Perusahaan dan Asimetri Informasi terhadap Manajemen Laba dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Moderasi. *Seminar Nasional Cendekiawan Ke*

4, 993–1001.

Wisudanto, W., & Sugiarto, S. (2014). Diversifikasi Usaha dan Struktur Modal. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Indonesia*, 2(1), 77–89.

## LAMPIRAN

### 1. Lampiran Daftar Sampel Perusahaan

#### 1.1 Sektor industri dasar dan kimia

No	Sub sektor	Kode	Nama Perusahaan
1	Semen	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
2		SMCB	Solusi Bangun Indonesia Tbk
3		SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk
4		WSBP	Waskita Beton Precast Tbk
5		WTON	PT Wijaya Karya Beton Tbk
6	Keramik, dll	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk
7		ARNA	Arwana Citramulia Tbk
8		KIAS	Keramika Indonesia Assosiasi Tbk
9		TOTO	PT Surya Toto Indonesia Tbk
10	Logam	ALKA	Alakasa Industrindo Tbk
11		ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk
12		BAJA	Saranacentral Bajatama Tbk
13		INAI	Indal Aluminium Industry Tbk
14		ISSP	Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk
15		LION	Lion Metal Works Tbk
16	Kimia	AGII	Aneka Gas Industri Tbk
17		BUDI	Budi Starch & Sweetener Tbk
18		ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk
19		SRSN	Indo Acidatama Tbk
20	Plastic dan kemasan	APLI	Asiaplast Industries Tbk
21		BRNA	Berlina Tbk
22		IMPC	Impack Pratama Industri Tbk
23		YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk
24	Pakan ternak	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
25		JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk
26		MAIN	Malindo Feedmill Tbk
27		SIPD	Sierad Produce
28	Pulp dan kertas	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk

## 1.2 Aneka Industri

No	Sub sektor	Kode	Nama Perusahaan
1	Mesin dan alat berat	AMIN	Ateliers Mecaniques D'Indonesie Tbk
2	Otomotif dan Komponen	ASII	Astra International Tbk
3		AUTO	Astra Otoparts Tbk
4		BOLT	PT Garuda Metalindo Tbk
5		GJTL	Gajah Tunggal Tbk
6		IMAS	Indomobil Sukses Internasional Tbk
7		INDS	Indospring Tbk
8		SMSM	Selamat Sempurna Tbk
9	Tekstik dan Garment	MYTX	Asia Pacific Investama Tbk
10		RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk
11		SSTM	Sunson Textile Manufacturer Tbk
12		TRIS	Trisula International Tbk
13		UNIT	Nusantara Inti Corpora Tbk
14	kabel	JECC	Jembo Cable Company Tbk
15		KBLI	KMI Wire and Cable Tbk
16		SCCO	Supreme Cable Mnfctrg & Commerce Tbk
17		VOKS	Voksel Electric Tbk

## 1.3 Industri Barang dan Konsumsi

No	Sub sektor	Kode	Nama Perusahaan
1	Makanan dan minuman	ALTO	Tri Banyan Tirta Tbk
2		ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
3		INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
4		MYOR	Mayora Indah Tbk
5		PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk
6		SKBM	Sekar Bumi Tbk
7		STTP	Siantar Top Tbk
8		ULTJ	Ultrajaya Milk Industry Tbk
9		IIKP	Inti Agri Resources Tbk
10	Rokok	GGRM	Gudang Garam Tbk
11		WIIM	PT Wismilak Inti Makmur
12	Farmasi	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk
13		INAF	Indofarma Tbk
14		KAEF	Kimia Farma Tbk
15		KLBF	Kalbe Farma Tbk
16		MERK	Merck
17		PYFA	Pyridam Farma Tbk
18		SIDO	PT Industri Jamu dan Farmasi Sd Mncl Tbk
19		TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk
20	Kosmetik	ADES	Akasha Wira International Tbk
21		KINO	Kino Indonesia Tbk

22		MBTO	PT Martina Berto Tbk
23		MRAT	Mustika Ratu Tbk
24		UNVR	Unilever Indonesia Tbk
25	Peralatan rumah tangga	CINT	Chitose Internasional Tbk
26		KICI	Kedaung Indah Can Tbk
27		LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk

## 2. Lampiran variabel penelitian

### 2.1 Variabel dependen dan independen

	DAR	DIV_Herfindahl	INST	DKI	CT
ADES - 17	0.500	0.482063	0.0000	0.333333	1
ADES - 18	0.450	0.473022	0.0000	0.333333	1
ADES - 19	0.300	0.456664	0.0000	0.333333	1
AGII - 17	0.480	0.176536	0.0000	0.333333	0
AGII - 18	0.530	0.172334	6.9200	0.333333	0
AGII - 19	0.530	0.148781	20.4500	0.333333	0
ALKA - 17	0.740	0.089283	0.0000	0.333333	1
ALKA - 18	0.840	0.056718	0.0000	0.333333	1
ALKA - 19	0.830	0.090146	0.0000	0.333333	1
ALMI - 17	0.840	0.241499	70.7900	0.500000	1
ALMI - 18	0.880	0.301114	70.7900	0.333333	1
ALMI - 19	0.990	0.291217	70.7900	0.333333	1
ALTO - 17	0.620	0.670594	0.0000	0.500000	0
ALTO - 18	0.620	0.661694	0.0000	0.500000	0
ALTO - 19	1.900	0.728112	0.0000	0.500000	0
AMFG - 17	0.430	0.359394	0.0000	0.333333	0
AMFG - 18	0.570	0.358899	0.0000	0.333333	0
AMFG - 19	0.610	0.367557	0.0000	0.333333	0
AMIN - 17	0.400	0.205340	0.0000	0.500000	1
AMIN - 18	0.490	0.221156	0.0000	0.500000	1
AMIN - 19	0.490	0.407086	0.0000	0.500000	1

APLI - 17	0.430	0.161232	0.0000	0.333333	1
APLI - 18	0.590	0.239490	0.0000	0.500000	1
APLI - 19	0.490	0.137319	0.0000	0.500000	1
ARNA - 17	0.360	0.499986	0.0000	0.500000	1
ARNA - 18	0.390	0.499724	0.0000	0.500000	1
ARNA - 19	0.370	0.499859	0.0000	0.500000	1
ASII - 17	0.500	0.665541	0.0000	0.333333	0
ASII - 18	0.500	0.659320	0.0000	0.300000	0
ASII - 19	0.500	0.663425	0.0000	0.300000	0
AUTO - 17	0.300	0.401607	0.0000	0.375000	1
AUTO - 18	0.300	0.378263	0.0000	0.375000	1
AUTO - 19	0.300	0.401257	0.0000	0.375000	1
BAJA - 17	0.820	0.542612	0.0000	0.333333	1
BAJA - 18	0.920	0.520095	0.0000	0.333333	1
BAJA - 19	0.910	0.428557	0.0000	0.333333	1
BOLT - 17	0.400	0.454329	57.6000	0.333333	1
BOLT - 18	0.440	0.575027	57.6000	0.333333	1
BOLT - 19	0.390	0.572937	57.6000	0.333333	1
BRNA - 17	0.570	0.371923	0.0000	0.400000	0
BRNA - 18	0.540	0.390750	0.0000	0.400000	0
BRNA - 19	0.580	0.404783	0.0000	0.400000	0
BUDI - 17	0.590	0.322899	0.0000	0.333333	1
BUDI - 18	0.640	0.377757	0.0000	0.333333	1
BUDI - 19	0.570	0.348586	0.0000	0.333333	1
CINT - 17	0.200	0.207241	0.0000	0.500000	0
CINT - 18	0.210	0.172971	0.0000	0.500000	0
CINT - 19	0.250	0.334930	0.0000	0.500000	0
CPIN - 17	0.360	0.275260	0.0000	0.333333	1
CPIN - 18	0.300	0.311911	0.0000	0.333333	1
CPIN - 19	0.280	0.270444	0.0000	0.333333	1

DVLA - 17	0.320	0.625160	0.0000	0.428571	1
DVLA - 18	0.290	0.651961	0.0000	0.428571	1
DVLA - 19	0.290	0.651615	0.0000	0.428571	1
ETWA - 17	1.110	0.587466	5.7200	0.500000	1
ETWA - 18	1.240	0.444327	5.7200	0.500000	1
ETWA - 19	1.310	0.505161	5.7200	0.500000	1
GGRM - 17	0.370	0.023568	0.6929	0.500000	1
GGRM - 18	0.350	0.023844	0.6929	0.500000	1
GGRM - 19	0.350	0.018745	69.2900	0.500000	1
GJTL - 17	0.700	0.072659	0.0000	0.200000	0
GJTL - 18	0.700	0.056228	0.0000	0.200000	0
GJTL - 19	0.700	0.050490	0.0000	0.200000	0
ICBP - 17	0.360	0.529811	0.0000	0.500000	1
ICBP - 18	0.340	0.520235	0.0000	0.500000	1
ICBP - 19	0.310	0.525016	0.0000	0.500000	1
IHKP - 17	0.080	0.064540	12.8200	0.333333	1
IHKP - 18	0.080	0.048283	13.1900	0.333333	1
IHKP - 19	0.065	0.048490	11.5800	0.333333	1
IMAS - 17	0.710	0.339274	0.0000	0.428571	1
IMAS - 18	0.750	0.433516	0.0000	0.428571	1
IMAS - 19	0.790	0.484458	0.0000	0.500000	1
IMPC - 17	0.440	0.506321	45.6000	0.500000	1
IMPC - 18	0.420	0.505900	45.6000	0.500000	1
IMPC - 19	0.440	0.493840	45.6000	0.500000	1
INAF - 17	0.660	0.498712	6.4500	0.333333	0
INAF - 18	0.660	0.256182	7.3200	0.333333	0
INAF - 19	0.640	0.497690	7.3200	0.333333	0
INAI - 17	0.770	0.320937	59.6300	0.250000	1
INAI - 18	0.780	0.231119	59.6300	0.333333	1
INAI - 19	0.740	0.199252	59.6300	0.333333	1



INDF - 17	0.470	0.613176	0.0000	0.375000	1
INDF - 18	0.480	0.595788	50.0700	0.375000	1
INDF - 19	0.440	0.565055	50.0700	0.375000	1
INDS - 17	0.120	0.101120	0.0000	0.333333	1
INDS - 18	0.110	0.003002	0.0000	0.333333	1
INDS - 19	0.900	0.002146	0.0000	0.333333	1
INTP - 17	0.150	0.127749	0.0000	0.428571	1
INTP - 18	0.160	0.132900	0.0000	0.333333	1
INTP - 19	0.170	0.127449	0.0000	0.333333	1
ISSP - 17	0.550	0.456848	0.0000	0.400000	1
ISSP - 18	0.550	0.450511	0.0000	0.400000	1
ISSP - 19	0.520	0.447281	0.0000	0.400000	1
JECC - 17	0.670	0.327979	17.5800	0.666667	1
JECC - 18	0.660	0.408583	17.5800	0.500000	1
JECC - 19	0.600	0.348777	17.5800	0.500000	1
JPFA - 17	0.600	0.430737	62.9800	0.500000	1
JPFA - 18	0.600	0.467705	64.0800	0.500000	1
JPFA - 19	0.500	0.410585	52.4300	0.500000	1
KAEF - 17	0.550	0.401548	4.4500	0.400000	0
KAEF - 18	0.630	0.422590	4.5400	0.600000	0
KAEF - 19	0.600	0.439631	4.5400	0.400000	0
KBLI - 17	0.410	0.525042	0.0000	0.333333	0
KBLI - 18	0.370	0.592450	0.0000	0.333333	0
KBLI - 19	0.330	0.652105	0.0000	0.500000	0
KDSI - 17	0.630	0.155667	0.0000	0.500000	0
KDSI - 18	0.600	0.145977	0.0000	0.333333	0
KDSI - 19	0.510	0.170746	0.0000	0.333333	0
KIAS - 17	0.190	0.574121	1.9300	0.333333	0
KIAS - 18	0.210	0.559021	1.9300	0.285714	0
KIAS - 19	0.260	0.582429	1.9300	0.285714	0

KICI - 17	0.390	0.458697	39.7400	0.333333	1
KICI - 18	0.390	0.450244	44.4600	0.333333	1
KICI - 19	0.430	0.448407	45.7300	0.333333	1
KINO - 17	0.370	0.613112	69.5000	0.500000	1
KINO - 18	0.390	0.567258	69.5000	0.500000	1
KINO - 19	0.420	0.627685	69.5000	0.500000	1
KLBF - 17	0.160	0.738364	10.1900	0.428571	1
KLBF - 18	0.160	0.737857	10.1900	0.333333	1
KLBF - 19	0.180	0.732622	10.1900	0.428571	1
LION - 17	0.340	0.486912	0.0000	0.333333	1
LION - 18	0.320	0.486912	0.0000	0.333333	1
LION - 19	0.320	0.444444	0.0000	0.333333	1
LMPI - 17	0.550	0.615919	0.0000	0.500000	1
LMPI - 18	0.580	0.622435	0.0000	0.500000	1
LMPI - 19	0.610	0.631329	0.0000	0.500000	1
MAIN - 17	0.590	0.160732	0.0000	0.600000	0
MAIN - 18	0.560	0.247587	0.0000	0.600000	0
MAIN - 19	0.560	0.151232	0.0000	0.600000	0
MBTO - 17	0.470	0.146284	0.0000	0.333333	1
MBTO - 18	0.530	0.260528	0.0000	0.333333	1
MBTO - 19	0.600	0.258563	0.0000	0.333333	1
MERK - 17	0.270	0.573730	0.0000	0.333333	0
MERK - 18	0.590	0.252687	0.0000	0.500000	0
MERK - 19	0.340	0.420571	0.0000	0.500000	0
MRAT - 17	0.260	0.065314	71.2600	0.333333	0
MRAT - 18	0.280	0.061402	71.2600	0.333333	0
MRAT - 19	0.310	0.077553	71.2600	0.333333	0
MYOR - 17	0.510	0.468271	0.0000	0.400000	1
MYOR - 18	0.510	0.462805	0.0000	0.400000	1
MYOR - 19	0.480	0.462366	0.0000	0.400000	1

MYTX - 17	0.900	0.011990	76.0500	1.000000	0
MYTX - 18	0.940	0.012776	76.0500	0.333333	0
MYTX - 19	0.920	0.054342	76.0500	0.333333	0
PSDN - 17	0.570	0.361575	0.0000	0.333333	1
PSDN - 18	0.650	0.433745	0.0000	0.333333	1
PSDN - 19	0.770	0.461276	0.0000	0.333333	1
PYFA - 17	0.320	0.055286	0.0000	0.500000	0
PYFA - 18	0.360	0.072345	0.0000	0.500000	0
PYFA - 19	0.350	0.092357	0.0000	0.500000	0
RICY - 17	0.690	0.243637	0.0000	0.333333	1
RICY - 18	0.710	0.332527	0.0000	0.333333	1
RICY - 19	0.720	0.341484	0.0000	0.333333	1
SCCO - 17	0.320	0.070847	0.0000	0.333333	1
SCCO - 18	0.310	0.077010	0.0000	0.333333	1
SCCO - 19	0.290	0.210858	0.0000	0.333333	1
SIDO - 17	0.080	0.472108	0.0000	0.333333	0
SIDO - 18	0.130	0.465605	0.0000	0.400000	0
SIDO - 19	0.130	0.462325	0.0000	0.400000	0
SIPD - 17	0.650	0.490050	0.0000	0.333333	0
SIPD - 18	0.620	0.491925	0.0000	0.333333	0
SIPD - 19	0.630	0.444762	0.0000	0.333333	0
SKBM - 17	0.370	0.147067	13.3600	0.333333	1
SKBM - 18	0.410	0.151719	13.3600	0.333333	1
SKBM - 19	0.430	0.167376	13.3600	0.333333	1
SMCB - 17	0.630	0.162238	0.0000	0.428571	0
SMCB - 18	0.660	0.223498	0.0000	0.428571	0
SMCB - 19	0.640	0.174143	0.0000	0.333333	0
SMGR - 17	0.390	0.091339	0.0000	0.285714	1
SMGR - 18	0.360	0.117151	0.0000	0.285714	1
SMGR - 19	0.550	0.131279	0.0000	0.285714	1

SMSM - 17	0.250	0.373581	0.0000	0.500000	1
SMSM - 18	0.230	0.380338	0.0000	0.500000	1
SMSM - 19	0.210	0.386500	0.0000	0.500000	1
SRSN - 17	0.360	0.319972	13.6100	0.375000	1
SRSN - 18	0.300	0.362202	13.6100	0.375000	1
SRSN - 19	0.340	0.245501	13.6100	0.333333	1
SSTM - 17	0.650	0.249419	40.9900	0.400000	1
SSTM - 18	0.620	0.242761	40.9900	0.400000	1
SSTM - 19	0.610	0.160379	40.9900	0.400000	1
STTP - 17	0.410	0.316735	0.0000	0.500000	0
STTP - 18	0.370	0.187049	0.0000	0.500000	0
STTP - 19	0.250	0.208932	0.0000	0.500000	0
TOTO - 17	0.400	0.539532	0.0000	0.400000	1
TOTO - 18	0.330	0.546858	0.0000	0.400000	1
TOTO - 19	0.340	0.557462	0.0000	0.400000	1
TRIS - 17	0.400	0.682449	0.0000	0.333333	1
TRIS - 18	0.450	0.348368	0.0000	0.333333	1
TRIS - 19	0.410	0.354397	0.0000	0.333333	1
TSPC - 17	0.320	0.641195	78.9200	0.600000	0
TSPC - 18	0.310	0.652426	79.9100	0.600000	0
TSPC - 19	0.310	0.657600	80.4400	0.400000	0
ULTJ - 17	0.190	0.066161	89.3140	0.333333	1
ULTJ - 18	0.140	0.052596	86.0520	0.333333	1
ULTJ - 19	0.140	0.038926	86.5520	0.500000	1
UNIT - 17	0.410	0.060630	0.0000	0.500000	0
UNIT - 18	0.410	0.040443	0.0000	0.500000	0
UNIT - 19	0.400	0.026126	0.0000	0.666667	0
UNVR - 17	0.730	0.433300	0.0000	0.800000	0
UNVR - 18	0.640	0.429970	0.0000	0.800000	0
UNVR - 19	0.740	0.423382	0.0000	0.800000	0

VOKS - 17	0.610	0.542812	0.0000	0.500000	1
VOKS - 18	0.630	0.612242	0.0000	0.500000	1
VOKS - 19	0.630	0.581587	0.0000	0.428571	1
WIIM - 17	0.200	0.497370	0.0000	0.333333	1
WIIM - 18	0.200	0.499674	0.0000	0.333333	1
WIIM - 19	0.200	0.499722	0.0000	0.333333	1
WSBP - 17	0.510	0.647068	6.7000	0.500000	0
WSBP - 18	0.480	0.581590	0.0000	0.600000	0
WSBP - 19	0.500	0.608054	0.0000	0.600000	0
WTON - 17	0.610	0.197522	67.5000	0.428571	1
WTON - 18	0.650	0.221907	67.5000	0.428571	1
WTON - 19	0.660	0.259032	67.0000	0.500000	1
YPAS - 17	0.580	0.686594	0.0000	0.333333	1
YPAS - 18	0.640	0.713174	0.0000	0.333333	1
YPAS - 19	0.560	0.644331	0.0000	0.333333	1

## 2.2 Variabel kontrol

	MB	ROA	SIZE	CFV
ADES - 17	0.123415	5.00	13.641	0.060107
ADES - 18	0.112615	6.00	13.689	0.060107
ADES - 19	0.108541	10.00	13.620	0.060107
AGII - 17	0.055251	1.52	15.672	0.012939
AGII - 18	0.066247	1.72	15.710	0.012939
AGII - 19	0.064594	1.47	15.764	0.012939
ALKA - 17	0.197915	5.05	12.629	0.203697
ALKA - 18	0.151194	3.54	13.383	0.203697
ALKA - 19	0.202500	1.22	13.313	0.203697
ALMI - 17	0.035769	0.40	14.681	0.006685
ALMI - 18	0.075305	0.20	14.839	0.006685
ALMI - 19	10.06977	-17.23	14.361	0.006685
ALTO - 17	0.202832	-5.67	13.919	0.172088

ALTO - 18	0.226476	-3.41	13.920	0.172088
ALTO - 19	0.229129	-0.83	11.611	0.172088
AMFG - 17	0.073681	6.00	15.651	0.026593
AMFG - 18	0.044526	0.10	15.948	0.026593
AMFG - 19	0.043655	-1.50	15.983	0.026593
AMIN - 17	0.285401	12.85	12.439	0.029010
AMIN - 18	0.253786	10.92	12.796	0.029010
AMIN - 19	0.211597	8.33	12.911	0.029010
APLI - 17	0.043186	3.18	12.896	0.020782
APLI - 18	0.056059	-4.57	13.129	0.020782
APLI - 19	0.114655	NA	12.946	0.020782
ARNA - 17	0.243906	8.00	14.286	0.033400
ARNA - 18	0.281179	9.00	14.318	0.033400
ARNA - 19	0.272001	12.00	14.403	0.033400
ASII - 17	0.214698	8.00	19.505	0.014480
ASII - 18	0.190968	8.00	19.658	0.014480
ASII - 19	0.150109	8.00	19.679	0.014480
AUTO - 17	0.092282	3.70	16.508	0.020257
AUTO - 18	0.062902	4.30	16.581	0.020257
AUTO - 19	0.051298	5.10	16.589	0.020257
BAJA - 17	0.167426	-2.60	13.760	0.041964
BAJA - 18	0.265809	-10.60	13.711	0.041964
BAJA - 19	0.150431	-0.30	13.637	0.041964
BOLT - 17	0.320337	8.00	13.988	0.021301
BOLT - 18	0.308039	6.00	14.087	0.021301
BOLT - 19	0.259004	4.00	14.051	0.021301
BRNA - 17	0.142328	-0.09	14.491	0.029798
BRNA - 18	0.104599	-0.01	14.716	0.029798
BRNA - 19	0.109842	-0.07	14.632	0.029798
BUDI - 17	0.035398	1.60	14.894	0.043893

BUDI - 18	0.035215	1.50	15.037	0.043893
BUDI - 19	0.036053	2.10	14.914	0.043893
CINT - 17	0.087372	6.22	13.074	0.046433
CINT - 18	0.073068	2.76	13.105	0.046433
CINT - 19	0.077501	1.38	13.164	0.046433
CPIN - 17	0.313136	0.10	17.016	0.058174
CPIN - 18	0.610977	0.17	17.135	0.058174
CPIN - 19	0.505832	0.12	17.195	0.058174
DVLA - 17	0.196650	9.90	14.311	0.074566
DVLA - 18	0.181027	11.90	14.336	0.074566
DVLA - 19	0.192944	12.10	14.420	0.074566
ETWA - 17	-0.051146	-11.41	13.926	0.016148
ETWA - 18	-0.030522	-12.69	13.905	0.016148
ETWA - 19	-0.017912	-7.96	13.932	0.016148
GGRM - 17	0.382194	11.60	18.017	0.019779
GGRM - 18	0.356504	11.30	18.051	0.019779
GGRM - 19	0.200226	13.80	18.180	0.019779
GJTL - 17	0.041650	0.20	16.716	0.021388
GJTL - 18	0.038550	-0.40	16.797	0.021388
GJTL - 19	0.032693	1.40	16.752	0.021388
ICBP - 17	0.510674	11.70	17.269	0.027860
ICBP - 18	0.536690	14.10	17.353	0.027860
ICBP - 19	0.487532	NA	17.472	0.027860
IIKP - 17	3.838166	-4.00	12.657	0.008349
IIKP - 18	2.939375	-5.00	12.605	0.008349
IIKP - 19	0.467392	22.00	12.860	0.008349
IMAS - 17	0.024925	-0.20	17.281	0.022463
IMAS - 18	0.058557	0.27	17.530	0.022463
IMAS - 19	0.033948	0.35	17.615	0.022463
IMPC - 17	0.408722	3.98	14.646	0.024112

IMPC - 18	0.331104	4.45	14.678	0.024112
IMPC - 19	0.360379	3.70	14.732	0.024112
INAF - 17	3.473657	-3.02	14.241	0.072678
INAF - 18	4.056249	-2.27	14.182	0.072678
INAF - 19	0.534002	0.58	14.140	0.072678
INAI - 17	0.086336	3.18	14.009	0.075616
INAI - 18	0.085485	2.89	14.152	0.075616
INAI - 19	0.087320	2.77	14.009	0.075616
INDF - 17	0.075735	6.00	18.297	0.041533
INDF - 18	0.067760	5.40	18.385	0.041533
INDF - 19	0.072335	6.10	18.382	0.041533
INDS - 17	0.070373	4.80	14.705	0.044558
INDS - 18	0.066396	4.50	14.725	0.044558
INDS - 19	0.032146	3.60	14.857	0.044558
INTP - 17	0.329049	6.30	17.178	0.028062
INTP - 18	0.292481	4.00	17.140	0.028062
INTP - 19	0.303443	6.60	17.137	0.028062
ISSP - 17	0.029089	0.10	15.651	0.091317
ISSP - 18	0.020705	0.80	15.686	0.091317
ISSP - 19	0.042671	2.90	15.676	0.091317
JECC - 17	0.129830	4.27	14.472	0.047724
JECC - 18	0.141999	4.21	14.558	0.047724
JECC - 19	0.123478	5.43	14.451	0.047724
JPFA - 17	0.170884	5.20	16.809	0.023823
JPFA - 18	0.246622	9.80	16.953	0.023823
JPFA - 19	0.157134	7.50	17.042	0.023823
KAEF - 17	0.458039	4.49	15.800	0.000445
KAEF - 18	0.348275	4.34	16.243	0.000445
KAEF - 19	0.093654	-0.07	16.725	0.000445
KBLI - 17	0.095541	10.84	14.919	0.025762



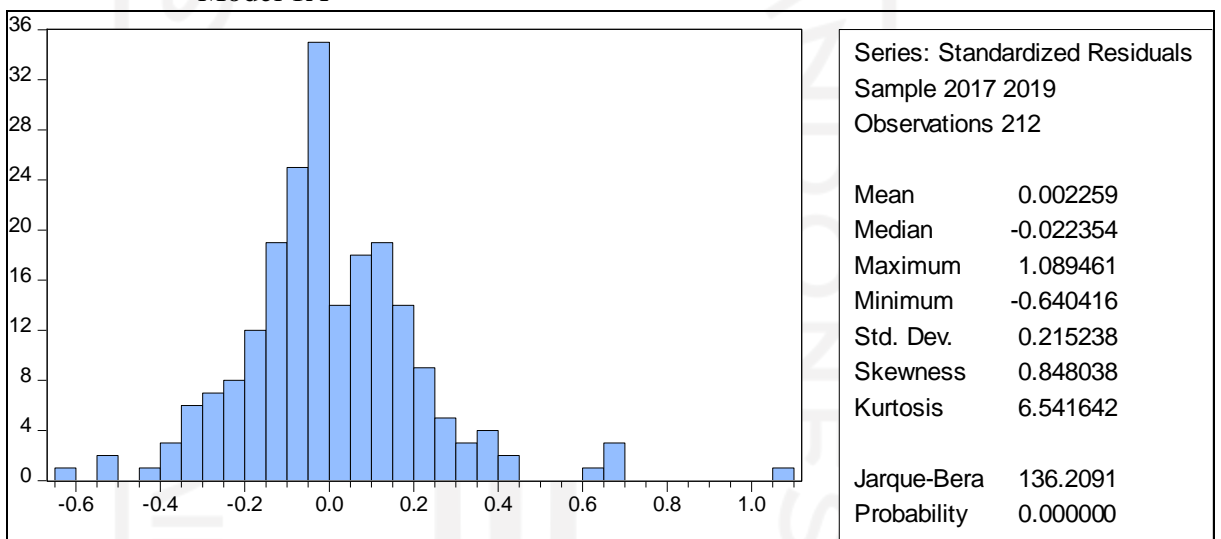
KBLI - 18	0.059586	8.51	14.993	0.025762
KBLI - 19	0.088304	10.80	15.084	0.025762
KDSI - 17	0.045877	5.19	14.099	0.126321
KDSI - 18	0.072950	5.52	14.146	0.126321
KDSI - 19	0.081239	5.11	14.042	0.126321
KIAS - 17	0.104639	-5.00	14.385	0.046178
KIAS - 18	0.110191	-5.00	14.349	0.046178
KIAS - 19	0.105510	-40.00	14.024	0.046178
KICI - 17	0.051581	-4.77	11.915	0.029981
KICI - 18	0.082815	2.05	11.945	0.029981
KICI - 19	0.063822	1.67	11.937	0.029981
KINO - 17	0.147363	3.39	14.990	0.046243
KINO - 18	0.182907	4.18	15.094	0.046243
KINO - 19	0.181289	10.98	15.362	0.046243
KLBF - 17	0.570165	14.47	16.626	0.017660
KLBF - 18	0.465852	13.54	16.714	0.017660
KLBF - 19	0.454565	12.37	16.824	0.017660
LION - 17	0.087976	1.36	13.433	0.012161
LION - 18	0.074438	2.11	13.453	0.012161
LION - 19	0.051938	0.13	13.442	0.012161
LMPI - 17	0.044763	-3.70	13.635	0.030027
LMPI - 18	0.043943	-5.90	13.576	0.030027
LMPI - 19	0.031024	-5.60	13.511	0.030027
MAIN - 17	0.098171	1.00	15.204	0.010417
MAIN - 18	0.164662	6.50	15.282	0.010417
MAIN - 19	0.110909	3.20	15.352	0.010417
MBTO - 17	0.034998	-3.16	13.568	0.026256
MBTO - 18	0.044865	-17.61	13.382	0.026256
MBTO - 19	0.042769	-11.33	13.290	0.026256
MERK - 17	0.618747	17.08	13.649	0.218212

MERK - 18	0.371691	NA	14.049	0.218212
MERK - 19	0.214945	8.68	13.711	0.218212
MRAT - 17	0.024042	-0.26	13.117	0.005265
MRAT - 18	0.020820	-0.44	13.146	0.005265
MRAT - 19	0.017764	0.03	13.186	0.005265
MYOR - 17	0.614121	11.00	16.518	0.074178
MYOR - 18	0.685742	10.00	16.683	0.074178
MYOR - 19	0.462986	11.00	16.762	0.074178
MYTX - 17	0.058400	-22.01	15.056	0.045359
MYTX - 18	0.065093	-8.28	15.137	0.045359
MYTX - 19	0.026344	-4.54	15.120	0.045359
PSDN - 17	0.123077	5.00	13.446	0.055650
PSDN - 18	0.113826	-7.00	13.455	0.055650
PSDN - 19	0.125208	-3.00	13.546	0.055650
PYFA - 17	0.089953	4.47	11.980	0.053279
PYFA - 18	0.085035	4.52	12.139	0.053279
PYFA - 19	0.084943	4.90	12.159	0.053279
RICY - 17	0.022372	1.00	14.134	0.136419
RICY - 18	0.023655	1.00	14.247	0.136419
RICY - 19	0.020911	1.00	14.298	0.136419
SCCO - 17	0.067819	6.71	15.205	0.031973
SCCO - 18	0.061447	6.32	15.242	0.031973
SCCO - 19	0.060051	7.16	15.297	0.031973
SIDO - 17	0.282299	16.90	14.966	0.025820
SIDO - 18	0.434091	19.90	15.021	0.025820
SIDO - 19	0.624040	22.80	15.079	0.025820
SIPD - 17	0.157380	-15.69	14.622	0.073896
SIPD - 18	0.163308	2.25	14.598	0.073896
SIPD - 19	0.124233	3.07	14.720	0.073896
SKBM - 17	0.120607	1.59	14.300	0.014677

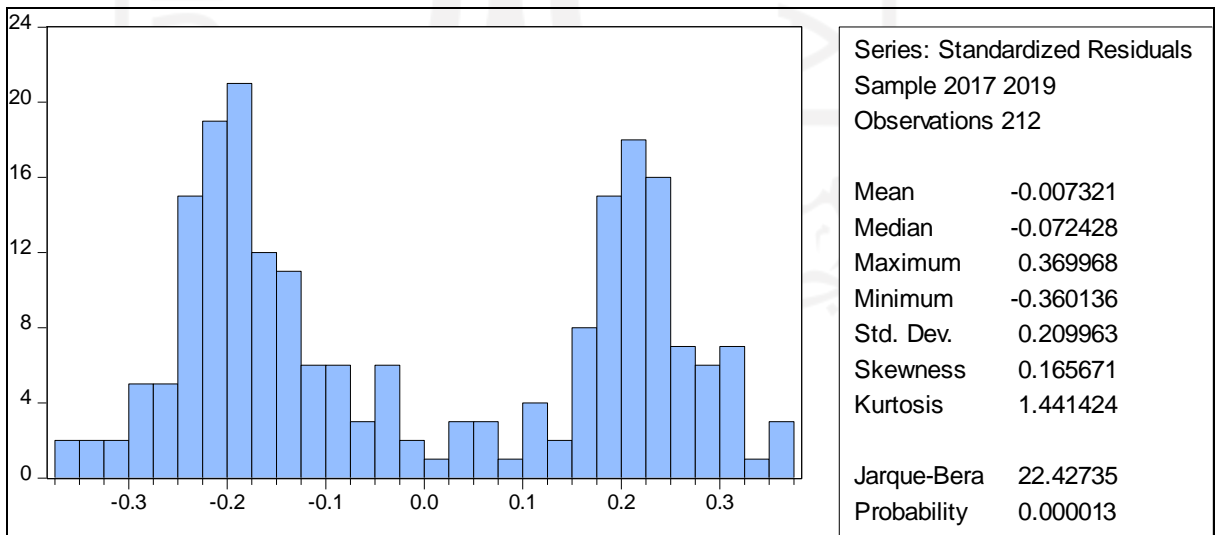
SKBM - 18	0.115280	0.90	14.387	0.014677
SKBM - 19	0.068319	0.05	14.415	0.014677
SMCB - 17	0.088906	-0.04	16.792	0.022247
SMCB - 18	0.225121	-0.04	16.742	0.022247
SMCB - 19	0.129496	0.03	16.789	0.022247
SMGR - 17	0.195440	3.30	17.709	0.015814
SMGR - 18	0.209142	6.06	17.743	0.015814
SMGR - 19	0.210015	3.00	18.195	0.015814
SMSM - 17	0.395318	23.00	14.709	0.018221
SMSM - 18	0.374935	23.00	14.846	0.018221
SMSM - 19	0.351325	21.00	14.949	0.018221
SRSN - 17	0.072442	2.71	13.389	0.060807
SRSN - 18	0.079378	5.64	13.440	0.060807
SRSN - 19	0.079549	5.50	13.566	0.060807
SSTM - 17	0.209420	NA	13.314	0.019469
SSTM - 18	0.245877	50.00	13.240	0.019469
SSTM - 19	0.309750	-4.00	13.151	0.019469
STTP - 17	0.355784	9.22	14.667	0.040278
STTP - 18	0.257382	9.69	14.783	0.040278
STTP - 19	0.236731	16.75	14.874	0.040278
TOTO - 17	0.248588	9.87	14.855	0.026932
TOTO - 18	0.186131	11.97	14.879	0.026932
TOTO - 19	0.156602	4.82	14.887	0.026932
TRIS - 17	0.052781	1.85	13.836	0.017030
TRIS - 18	0.036479	2.34	13.962	0.017030
TRIS - 19	0.042182	2.03	13.953	0.017030
TSPC - 17	0.159386	7.31	15.822	0.028543
TSPC - 18	0.115133	6.51	15.879	0.028543
TSPC - 19	0.108400	6.62	15.940	0.028543
ULTJ - 17	0.356428	13.88	15.460	0.052142

ULTJ - 18	0.326647	12.63	15.530	0.052142
ULTJ - 19	0.343226	15.67	15.704	0.052142
UNIT - 17	0.007013	0.25	12.963	0.001446
UNIT - 18	0.007914	0.12	12.947	0.001446
UNIT - 19	0.005473	0.16	12.943	0.001446
UNVR - 17	8.244443	39.30	16.755	0.023376
UNVR - 18	4.691463	46.30	16.827	0.023376
UNVR - 19	6.067179	36.10	16.843	0.023376
VOKS - 17	0.159257	7.88	14.562	0.015280
VOKS - 18	0.135123	4.24	14.726	0.015280
VOKS - 19	0.150552	6.88	14.923	0.015280
WIIM - 17	0.062260	3.31	14.019	0.025412
WIIM - 18	0.029454	4.07	14.043	0.025412
WIIM - 19	0.034145	2.10	14.078	0.025412
WSBP - 17	0.146998	6.70	16.518	0.141227
WSBP - 18	0.125747	7.25	16.538	0.141227
WSBP - 19	0.098515	4.99	16.597	0.141227
WTON - 17	0.158582	4.77	15.771	0.016455
WTON - 18	0.104470	5.48	16.000	0.016455
WTON - 19	0.111786	4.94	16.151	0.016455
YPAS - 17	0.507203	-4.78	12.623	0.172884
YPAS - 18	0.440995	-2.73	12.710	0.172884
YPAS - 19	0.302763	1.25	12.536	0.172884

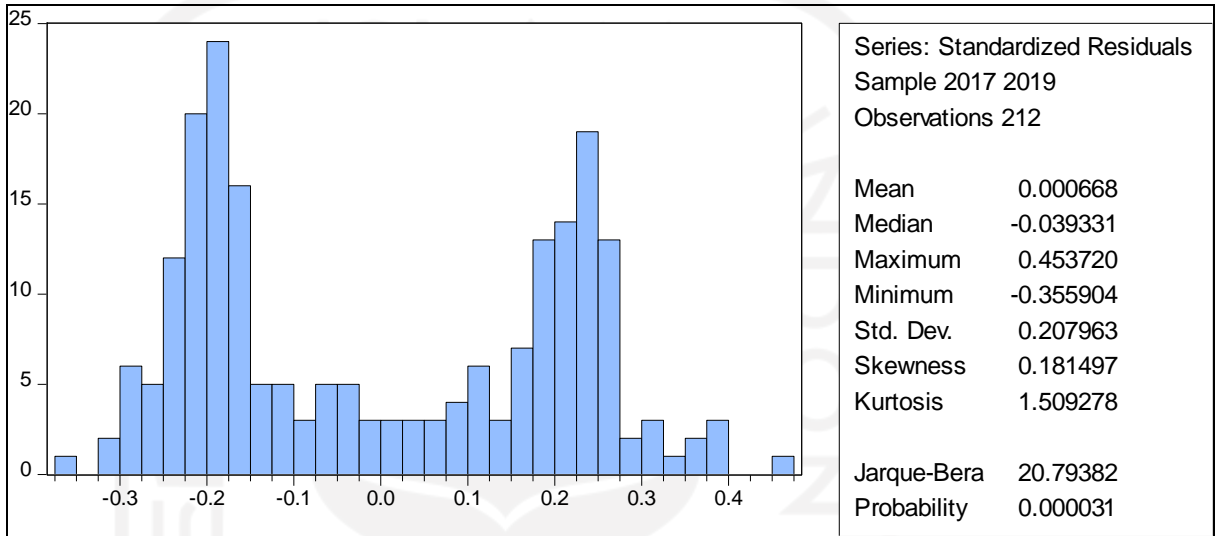
3. Uji asumsi klasik  
 3.1 Uji normalitas  
 ■ Model 1A



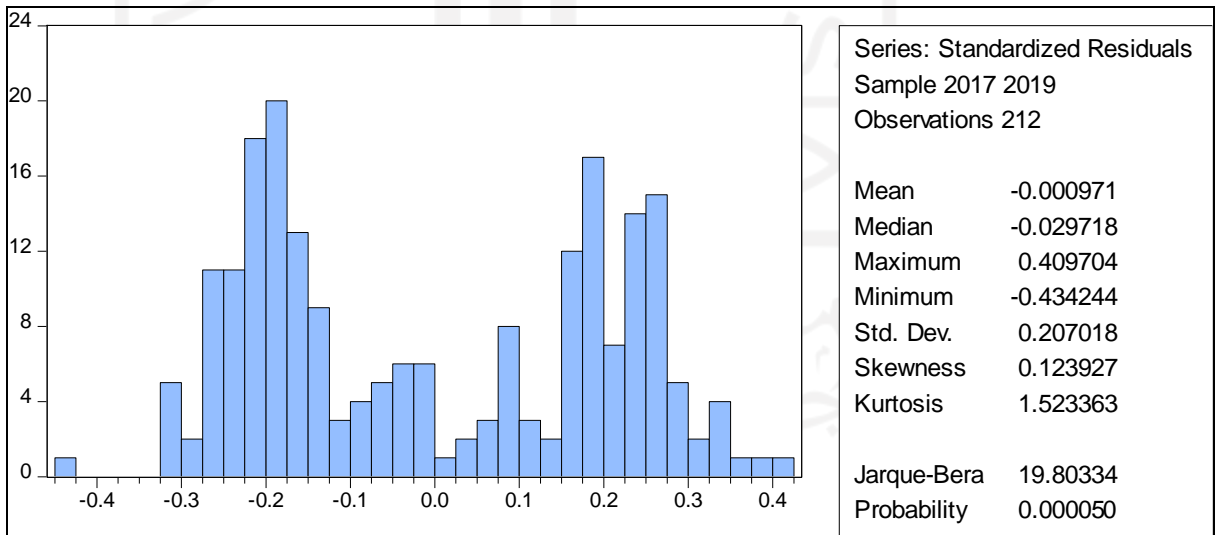
■ Model 1B



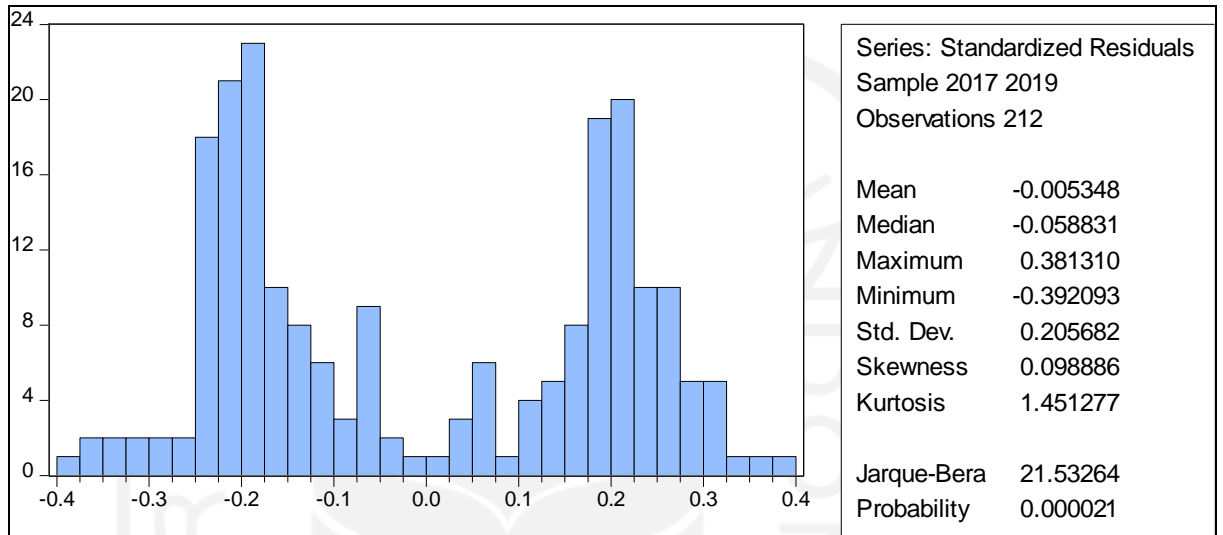
▪ Model 1C



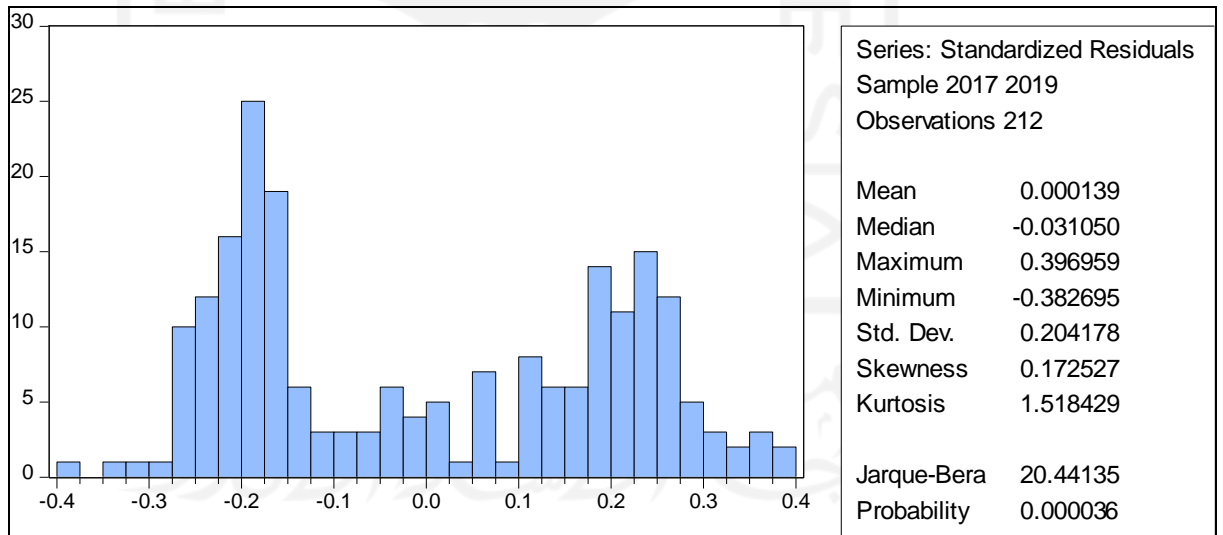
▪ Model 2A



▪ Model 2B



▪ Model 2C



#### 4. Analisis Regresi Data Panel

- Model 1A

Dependent Variabel: DAR				
Method: Panel EGLS (Period weights)				
Date: 06/19/21 Time: 16:28				
Sample: 2017 2019				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 72				
Total panel (unbalanced) observations: 212				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.262172	0.091490	2.865579	0.0046
INST	0.000621	0.000260	2.391482	0.0177
MB	0.037923	0.005196	7.298583	0.0000
ROA	-0.009153	0.001617	-5.661068	0.0000
SIZE	0.012438	0.006210	2.002867	0.0465
CFV	1.173430	0.188970	6.209625	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.176150	Mean dependent var	0.499727	
Adjusted R-squared	0.156154	S.D. dependent var	0.241222	
S.E. of regression	0.217846	Sum squared resid	9.776142	
F-statistic	8.809112	Durbin-Watson stat	0.449635	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.177256	Mean dependent var	0.488703	
Sum squared resid	9.808069	Durbin-Watson stat	0.518962	



▪ Model 1B

Dependent Variabel: DAR				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 06/19/21 Time: 16:45				
Sample: 2017 2019				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 72				
Total panel (unbalanced) observations: 212				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.114086	0.047170	2.418638	0.0164
DKI	0.441053	0.053593	8.229683	0.0000
MB	0.042417	0.010150	4.178806	0.0000
ROA	-0.010830	0.000837	-12.94549	0.0000
SIZE	0.011291	0.002702	4.178583	0.0000
CFV	1.212386	0.139810	8.671639	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.602352	Mean dependent var	1.201753	
Adjusted R-squared	0.592700	S.D. dependent var	1.219499	
S.E. of regression	0.212625	Sum squared resid	9.313165	
F-statistic	62.40910	Durbin-Watson stat	0.620307	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.211062	Mean dependent var	0.488703	
Sum squared resid	9.405064	Durbin-Watson stat	0.626479	

▪ Model 1C

Dependent Variabel: DAR				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 06/19/21 Time: 16:45				
Sample: 2017 2019				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 72				
Total panel (unbalanced) observations: 212				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.222003	0.041981	5.288196	0.0000
CT	-0.025892	0.010469	-2.473311	0.0142
MB	0.041871	0.009932	4.215880	0.0000
ROA	-0.010008	0.000871	-11.48667	0.0000
SIZE	0.016039	0.002778	5.773717	0.0000
CFV	1.360547	0.129210	10.52972	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.570106	Mean dependent var		1.204889
Adjusted R-squared	0.559672	S.D. dependent var		1.140113
S.E. of regression	0.210473	Sum squared resid		9.125588
F-statistic	54.63766	Durbin-Watson stat		0.518068
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.168682	Mean dependent var		0.488703
Sum squared resid	9.910286	Durbin-Watson stat		0.542330

▪ Model 2A

Dependent Variabel: DAR				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 06/19/21 Time: 16:47				
Sample: 2017 2019				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 72				
Total panel (unbalanced) observations: 212				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.195621	0.020189	9.689535	0.0000
INST	0.001017	0.000342	2.977014	0.0033
DIV_HERFINDAHL	0.059167	0.019748	2.996147	0.0031
INST*DIV_HERFINDAHL	-0.003022	0.000408	-7.407700	0.0000
MB	0.041233	0.006948	5.934141	0.0000
ROA	-0.010540	0.001459	-7.222479	0.0000
SIZE	0.016082	0.001387	11.59621	0.0000
CFV	1.164130	0.039537	29.44404	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.709743	Mean dependent var	1.466061	
Adjusted R-squared	0.699784	S.D. dependent var	2.788573	
S.E. of regression	0.210542	Sum squared resid	9.042907	
F-statistic	71.26093	Durbin-Watson stat	0.583706	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.175377	Mean dependent var	0.488703	

Sum squared resid	9.830464	Durbin-Watson stat	0.559231
-------------------	----------	--------------------	----------

▪ Model 2B

Dependent Variabel: DAR				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 06/19/21 Time: 16:54				
Sample: 2017 2019				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 72				
Total panel (unbalanced) observations: 212				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.296147	0.025124	11.78737	0.0000
DKI	0.026214	0.080292	0.326484	0.7444
DIV_HERFINDAHL	-0.497843	0.080489	-6.185251	0.0000
DKI*DIV_HERFINDAHL	1.209753	0.169062	7.155685	0.0000
MB	0.042020	0.007848	5.354489	0.0000
ROA	-0.011987	0.001196	-10.01917	0.0000
SIZE	0.011131	0.001862	5.978170	0.0000
CFV	1.095456	0.035426	30.92244	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.579062	Mean dependent var	1.119858	
Adjusted R-squared	0.564618	S.D. dependent var	1.088342	
S.E. of regression	0.209252	Sum squared resid	8.932421	
F-statistic	40.09030	Durbin-Watson stat	0.562269	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				

R-squared	0.226416	Mean dependent var	0.488703
Sum squared resid	9.222023	Durbin-Watson stat	0.642102

▪ Model 2C

Dependent Variabel: DAR				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 06/19/21 Time: 17:11				
Sample: 2017 2019				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 72				
Total panel (unbalanced) observations: 212				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.206105	0.051546	3.998489	0.0001
CT	-0.112856	0.021488	-5.251991	0.0000
DIV_HERFINDAHL	-0.112619	0.040238	-2.798800	0.0056
CT*DIV_HERFINDAHL	0.239882	0.051203	4.684914	0.0000
MB	0.040200	0.010962	3.667395	0.0003
ROA	-0.011066	0.000857	-12.90700	0.0000
SIZE	0.020112	0.003439	5.848674	0.0000
CFV	1.324394	0.143574	9.224459	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.634020	Mean dependent var	1.165872	
Adjusted R-squared	0.621462	S.D. dependent var	1.131497	
S.E. of regression	0.207652	Sum squared resid	8.796328	
F-statistic	50.48674	Durbin-Watson stat	0.602659	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.172306	Mean dependent var	0.488703	
Sum squared resid	9.867082	Durbin-Watson stat	0.573539	

