

**KETERKAITAN ANTARA *MANAGERIAL OWNERSHIP*,
CAPITAL STRUCTURE DAN *INVESTMENT DECISION*
DALAM PERSPEKTIF *CONVERGENCE - INTEREST*
*HYPOTHESIS***

(Studi Empiris pada Industri Manufaktur di Indonesia)

TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian persyaratan dalam memperoleh gelar
Magister Manajemen (M.M.)**

Pada Departemen Manajemen Program Studi Magister Manajemen



ttb bbb
T. FEB M 05/23
lka
k

* T . F E B . M . 0 5 - 2 3 *

MILIK
PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA

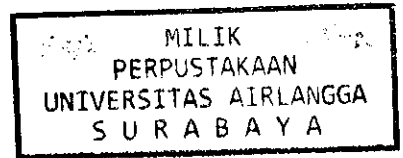
OLEH :

IKA LADYANA NINGTIAS

NIM : 041924353005

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA**

2022



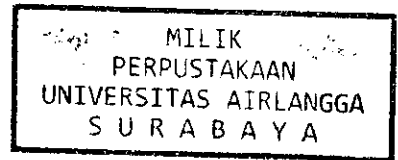
Surabaya, 10 Mei 2022

Tesis telah selesai dan siap untuk diuji

Dosen Pembimbing,

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized, overlapping loops and lines.

Dr. Fitri Ismiyanti, M.Si



LEMBAR PENGESAHAN
KETERKAITAN ANTARA MANAGERIAL OWNERSHIP,
CAPITALSTRUCTURE DAN INVESTMENT DECISION
DALAM PERSPEKTIF CONVERGENCE – INTEREST
HYPOTHESIS

(Studi Empiris pada Industri Manufaktur di Indonesia)

Oleh

Ika Ladyana Ningtias

NIM: 041924353005

telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada
tanggal 21 Juli 2022 dan dinyatakan memenuhi syarat untuk
diterima

Susunan Dewan Penguji:

1. Dr. Fitri Ismiyanti, M.Si
NIP. 197609232008012016
(Dosen Pembimbing)
2. Dr. Wisudanto, MM., CFP., ASPM.
NIP. 197807012010121001
(Dosen Penguji I)
3. Bayu Arie Fianto, SE., MBA., Ph.D
NIP. 198502102010121004
(Dosen Penguji II)
4. Dr. Windijarto, SE., MB
NIP. 196304141988101001
(Dosen Penguji III)
5. Dr. Puput Tri Komalasari, SE., MSt., MM
NIP. 197403102001122001
(Dosen Penguji IV)

Tanda Tangan:

Surabaya, 29 Juli 2022
Koordinator Program Studi

Dr. Masmira Kurniawati, M.Si
NIP. 197053232006042001

PERNYATAAN ORISINALITAS

Saya, (Ika Ladyana Ningtias, 041924353005), menyatakan bahwa

1. Tesis saya ini adalah asli dan benar-benar hasil karya saya sendiri, dan bukan hasil karya orang lain dengan mengatasmamakan saya, serta bukan merupakan hasil peniruan atau penjiplakan (*plagiarism*) dari karya orang lain. Tesis ini belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik baik di Universitas Airlangga, maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Di dalam tesis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya, dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya tulis tesis ini, serta sanksi-sanksi lainnya sesuai dengan norma dan peraturan yang berlaku di Universitas Airlangga.

Surabaya, 29 Juli 2022



00854AJX939357368

(Ika Ladyana Ningtias)
NIM : 041924353005

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT atas rahmat dan karunia-Nya sehingga dapat menyelesaikan penelitian dan tesis yang berjudul **KETERKAITAN ANTARA MANAGERIAL OWNERSHIP, CAPITALSTRUCTURE DAN INVESTMENT DECISION DALAM PERSPEKTIF CONVERGENCE – INTEREST HYPOTHESIS (Studi Empiris pada Industri Manufaktur di Indonesia)**. Tesis ini adalah untuk memenuhi salah satu syarat kelulusan dalam meraih derajat kesarjanaan program Strata Dua (S-2) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga.

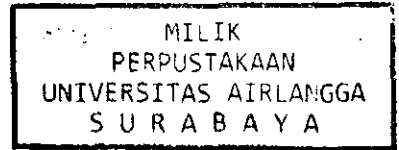
Selama penelitian dan penyusunan laporan penelitian dalam tesis ini, penulis tidak luput dari kendala. Kendala tersebut dapat diatasi penulis berkat adanya bantuan, bimbingan dan dukungan dari berbagai pihak, oleh karena itu penulis ingin menyampaikan rasa terimakasih sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Dr. Dian Agustia, SE., M.Si., Ak., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga yang telah memberikan kesempatan penulis untuk belajar di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya.
2. Dr. Wisnu Wibowo, SE., M.Si., selaku Wakil Dekan I Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya.
3. Dr. Nisful Laila, SE., M.Com., selaku Wakil Dekan II Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya.
4. Dr. Ahmad Rizki Sridadi, SH., MM., MH., selaku Wakil Dekan III Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya.
5. Dr. Gancar Candra Premananto, SE., M.Si., selaku Ketua Departemen Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya.
6. Dr. Masmira Kurniawati, M.Si., selaku Koordinator Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga.
7. Dr. Fitri Ismiyanti, M.Si. selaku Dosen Pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk membimbing penulis dalam menyusun tesis ini hingga selesai.
8. Bapak-ibu dosen penguji yang telah menyediakan waktu untuk menguji dan memberikan arahan kepada penulis.
9. Bapak ibu dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis yang telah mendidik dan memberikan pengetahuan yang berguna selama studi dan motivasi untuk menyelesaikan tesis ini.
10. Keluarga tercinta yaitu ayah, ibu beserta kedua adik saya yang telah memberikan dukungan secara moril dan materiil.
11. Pacar terkasih, Faisal Ilyas yang selalu memberikan dukungan dan doa dalam penyelesaian tesis ini.
12. Teman terdekat saya yaitu Ruth Marshella, Ruth Irene dan Romaida Saragih yang selalu memberikan dukungan yang tiada henti.

13. Teman satu perjuangan saya “Awat Salah Room” yaitu Iis Mei, Andinar, Mario, Debrri dan Melinsani yang selalu menyemangati satu sama lain terkait penyelesaian tesis.
14. Pihak-pihak lain yang telah memberikan bantuan secara langsung maupun tidak langsung dalam pembuatan tugas akhir ini yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi pembaca dan berguna bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

Author
Title
Date
No.

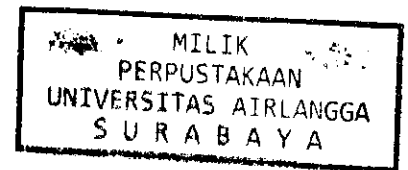


ABSTRAK

Investasi saham di pasar modal memiliki risiko. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh antara *managerial ownership*, *capital structure* dan *investment decision* dalam perspektif *convergence – interest hypothesis*. Jenis penelitian ini adalah kuantitatif analitik. Sampel dalam penelitian ini adalah Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2020. Metode pengumpulan data menggunakan data sekunder selama 15 tahun (data panel). Metode analisis data menggunakan regresi *2 stage least square* untuk model 1, 2, dan 3. Penelitian ini menggunakan uji statistik koefisien regresi (uji t) untuk analisis bivariabel, uji F dan uji R^2 . Hasil penelitian menunjukkan bahwa model 1, 2, dan 3 signifikan. Pada model 3 masih terdapat gejala heteroskedastisitas dan memiliki distribusi data yang tidak normal. Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa *managerial ownership* dan *capital structure* signifikan saling mempengaruhi. Hal ini selaras dengan *convergence – interest hypothesis*. Kemudian *managerial ownership* dan *investment decision* signifikan saling mempengaruhi. Terdapat penyalarsan kepentingan antara *principal* dengan *agent* yang artinya bahwa *convergence-interest hypothesis* terbukti. Disarankan kepada perusahaan untuk menjaga keseimbangan kepentingan antara *principal* dan *agen* dengan cara menyeimbangkan *managerial ownership* sebagai upaya untuk meningkatkan *capital structure* dan *investment decision*.

Kata kunci: *Managerial Ownership, Investment Decision, Perspektif Convergence* .

PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA



ABSTRACT

Stock investment in the capital market has risks. This study aims to analyze the effect of managerial ownership, capital structure and investment decisions in the perspective of convergence –interest hypothesis. This research is quantitative analytic study. The sample in this study are Manufacturing Companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2006-2020. The data collection method used secondary data for 15 years (panel data). The method of data analysis used 2 stage least squares regression for models 1, 2, and 3. This study used a statistical regression coefficient test (t test) for bivariable analysis, F test and R^2 test. The results showed that models 1, 2, and 3 were significant. In model 3 show that there are heteroscedasticity and have an abnormal data distribution. Based on the results of the study, it show that managerial ownership and capital structure significantly influence each other. This is in line with the convergence – interest hypothesis. And then, managerial ownership and investment decision significantly influence each other. There is an alignment of interests between the principal and the agent, which means that the convergence of interests hypothesis is proven. It is recommended for companies to maintain a balance of interests between principals and agents by balancing managerial ownership as an effort to improve capital structure and investment decisions..

Keywords: Managerial Ownership, Investment Decision, Convergence Perspective



DAFTAR ISI

	Halaman
COVER.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS.....	iii
KATA PENGANTAR.....	v
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	ixii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	7
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Manfaat Penelitian.....	8
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA.....	9
2.1 Landasan Teori.....	9
2.1.1 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>).....	9
2.1.2 <i>Managerial Ownership</i>	12
2.1.3 <i>Capital Structure</i>	15
2.1.4 <i>Investment Decision</i>	23
2.1.5 <i>Convergence – Interest Hypothesis</i>	28
2.2 Kerangka Konseptual.....	29
2.2.1 Kerangka Berpikir.....	29
2.2.2 Model keterkaitan variabel.....	30
2.3 Penelitian Terdahulu.....	31
BAB 3 METODE PENELITIAN.....	41

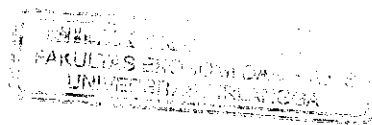
3.1 Jenis Penelitian	41
3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	41
3.2.1 <i>Managerial Ownership</i>	42
3.2.2 <i>Capital Structure</i>	42
3.2.3 <i>Investment Decision</i>	43
3.2.4 <i>Size</i>	44
3.2.5 <i>Business Risk</i>	44
3.2.6 <i>Tangibility</i>	45
3.2.7 <i>Profitability</i>	45
3.2.8 <i>Non – Debt Tax Shield</i>	46
3.2.9 <i>CashFlow</i>	46
3.2.10 <i>Investment Opportunity</i>	47
3.3 Jenis dan Sumber Data	47
3.4 Populasi dan Sampel Penelitian	47
3.5 Metode Pengumpulan Data	48
3.6 Metode Analisis Data	49
3.7 Pengujian Asumsi Klasik	51
3.8 Pengujian Hipotesis	54
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	59
4.1 Gambaran Subjek Penelitian	59
4.2 Deskripsi Hasil Penelitian	61
4.3 Interpretasi Hasil Statistik (Model 1)	66
4.3.1 Uji Normalitas	67
4.3.2 Uji Multikolinieritas	68
4.3.3 Uji Heteroskedastisitas	68
4.3.4 Uji Autokorelasi	69
4.4 Interpretasi Hasil Statistik (Model 2)	70
4.4.1 Uji Normalitas	71
4.4.2 Uji Multikolinieritas	71
4.4.3 Uji Heteroskedastisitas	72
4.4.4 Uji Autokorelasi	73

4.5 Interpretasi Hasil Statistik (Model 3).....	74
4.5.1 Uji Normalitas	75
4.5.2 Uji Multikolinieritas	75
4.5.3 Uji Heteroskedastisitas	76
4.5.4 Uji Autokorelasi.....	77
4.6 Intepretasi Uji Asumsi Klasik	78
4.7 Intepretasi Hasil Model 1 (Tanpa Outlier).....	79
4.7.1 Uji Normalitas.....	79
4.7.2 Uji Multikolinieritas.....	80
4.7.3 Uji Heteroskedastisitas Model 1 (Tanpa Outlier)	80
4.7.4 Uji Autokorelasi Model 1 (Tanpa Outlier).....	81
4.8 Intepretasi Hasil Model 2 (Tanpa Outlier).....	82
4.8.1 Uji Normalitas Model 2 (Tanpa Outlier).....	82
4.8.2 Uji Multikolinieritas Model 2 (Tanpa Outlier)	83
4.8.3 Uji Heteroskedastisitas Model 2 (Tanpa Outlier)	84
4.8.4 Uji Autokorelasi Model 2 (Tanpa Outlier).....	84
4.9 Intepretasi Hasil Model 3 (Tanpa Outlier).....	85
4.9.1 Uji Normalitas Model 3 (Tanpa Outlier).....	85
4.9.2 Uji Multikolinieritas Model 3 (Tanpa Outlier).....	86
4.9.3 Uji Heteroskedastisitas Model 3 (Tanpa Outlier).....	87
4.9.4 Uji Autokorelasi Model 3 (Tanpa Outlier).....	88
4.10Intepretasi Uji Asumsi Klasik Model Tanpa Outlier	89
4.11Intepretasi Pengujian Hipotesis.....	91
4.12 Pembahasan	93
BAB V PENUTUP.....	100
5.1 Simpulan.....	100
5.2 Keterbatasan	102
5.3 Saran.....	102
DAFTAR PUSTAKA	103

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 3.1 Variabel penelitian, definisi operasional, cara pengukuran, kategori dan skala data	54
Tabel 4.1 Seleksi Pemilihan Sampel	60
Tabel 4.2 Daftar Nama Perusahaan	60
Tabel 4.3 Deskripsi Variabel	61
Tabel 4.4 Hasil Uji TSLS Model 1	67
Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas Model 1	67
Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinieritas Model 1	68
Tabel 4.7 Hasil Uji Autokorelasi Model 1 (DW Test)	70
Tabel 4.8 Hasil Uji Statistik Model 2	70
Tabel 4.9 Hasil Uji Normalitas Model 2	71
Tabel 4.10 Hasil Uji Multikolinieritas Model 2	72
Tabel 4.11 Hasil Uji Autokorelasi Model 2 (DW Test)	74
Tabel 4.12 Hasil Uji Statistik Model 3	74
Tabel 4.13 Hasil Uji Normalitas Model 3	75
Tabel 4.14 Hasil Uji Multikolinieritas Model 3	75
Tabel 4.15 Hasil Uji Autokorelasi Model 3 (DW Test)	77
Tabel 4.16 Interpretasi Uji Asumsi Klasik	78
Tabel 4.17 Hasil Uji Statistik Model 1 (Tanpa Outlier)	79
Tabel 4.18 Hasil Uji Normalitas Model 1 (Tanpa Outlier)	79
Tabel 4.19 Hasil Uji Multikolinieritas Model 1 (Tanpa Outlier)	80
Tabel 4.20 Hasil Uji Autokorelasi Model 1 (Tanpa Outlier)	82
Tabel 4.21 Hasil Uji Statistik Model 2 (Tanpa Outlier)	82
Tabel 4.22 Hasil Uji Normalitas Model 2 (Tanpa Outlier)	83
Tabel 4.23 Hasil Uji Multikolinieritas Model 2 (Tanpa Outlier)	83
Tabel 4.24 Hasil Uji Autokorelasi Model 2 (Tanpa Outlier)	85
Tabel 4.25 Hasil Uji Statistik Model 3 (Tanpa Outlier)	85
Tabel 4.26 Hasil Uji Normalitas Model 3 (Tanpa Outlier)	86

Tabel 4.27 Hasil Uji Multikolinieritas Model 3 (Tanpa Outlier).....	87
Tabel 4.28 Hasil Uji Autokorelasi Model 3 (Tanpa Outlier).....	88
Tabel 4.29 Intepretasi Uji Asumsi Klasik Model (Tanpa Outlier).....	89
Tabel 4.30 Intepretasi Pengujian Hipotesis Antar Variabel dengan Ketiga Model	91



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Model pengaruh antara <i>Managerial Ownership</i> , <i>Capital Structure</i> dan <i>Investment Decision</i>	31
Gambar 4.1 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 1	69
Gambar 4.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2	73
Gambar 4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3	76
Gambar 4.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 1 (Tanpa Outlier)	81
Gambar 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2 (Tanpa Outlier)	84
Gambar 4.6 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3 (Tanpa Outlier)	87

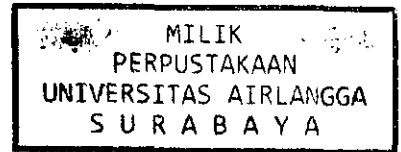
DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 (Data Olah Setiap Variabel)	109
Lampiran 2 (Statistik Deskriptif)	123
Lampiran 3 (<i>Uji Two Stage Least Square</i> Dan Regresi - Full Data)	133
Lampiran 4 (Uji Asumsi Klasik – Full Data).....	136
Lampiran 5 (Deteksi Data Outlier)	142
Lampiran 6 (Uji Two Stage Least Square Dan Regresi - Full Data – Outlier Dibuang)	150
Lampiran 7 (Uji Asumsi Klasik – Outlier Dibuang).....	153



BAB 1

PENDAHULUAN



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Ada banyak sekali instrumen investasi yang berbeda, salah satunya berinvestasi saham di pasar modal yang memiliki tingkat risiko yang cukup besar, karena sifat produk yang sensitif terhadap perubahan mempengaruhi investor dan perilakunya. Terlebih lagi ketidakpastian lingkungan bisnis, khususnya saat ini Indonesia menghadapi pandemi COVID-19 dan bergerak menuju era normal baru (*new normal*) yang berimbas terhadap menurunnya pertumbuhan ekonomi sehingga cenderung membuat kegiatan investasi juga menurun. Kondisi yang dialami saat ini, secara langsung mempengaruhi para pemodal untuk menentukan keputusan investasi pada pasar modal. Situasi yang terjadi saat ini membuat perusahaan harus lebih ekstra teliti dalam mengamati situasi yang ada. Perusahaan harus dapat mengantisipasi beberapa kondisi yang terjadi di luar kendali perusahaan atau yang biasa dikenal dengan kondisi makro ekonomi.

Di sisi lain, salah satu tujuan perusahaan yaitu dengan meningkatnya nilai perusahaan sehingga keinginan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham dapat terwujud. Dengan kondisi yang dialami sekarang, suatu perusahaan harus dapat mempertahankan nilai perusahaan agar tidak jatuh di mata pemodal atau investor. Para pemodal yang merupakan pemegang saham dalam perusahaan memiliki struktur kepemilikan yang tersebar, sehingga para pemodal tersebut mempunyai hak terkait pemilihan dewan komisaris perusahaan, yang nantinya dewan komisaris didukung oleh manajer dan karyawan yang telah

dipilih untuk bersama-sama membangun perusahaan untuk dapat menciptakan nilai lebih. Oleh karenanya akan terjadi pemisahan antara *principal* (pemilik) dan *agent* (manajemen). Sesuai dengan teori agensi dimana Jensen & Meckling (1976) yang menyebutkan pemegang saham atau pemodal sebagai prinsipal, kemudian manajemen sebagai agen. Manajemen juga merupakan pihak yang dipercayakan oleh investor untuk melaksanakan aktivitas di dalam perusahaan yang mana bekerja dengan tujuan untuk kepentingan para pemegang saham, oleh karenanya manajemen memiliki sebagian kekuasaan untuk mengatur atau mengelola kebijakan yang ada guna mencapai tujuan perusahaan, salah satunya kesejahteraan *shareholders*. Namun terjadinya pemisahan antara kepemilikan dan kendali perusahaan ini membawa beberapa dampak dan dampak tersebut bisa positif ataupun negatif. Salah satu dampak negatif yang cukup signifikan akibat pemecahan tersebut dengan munculnya *conflict of interest* atau yang juga disebut dengan *agency problem*. Konflik tersebut akan semakin parah dengan adanya *asymmetry information*. Berk (2011) mengindikasikan bahwasannya *asymmetry information* akan terealisasi jika pihak manajemen menerima informasi lebih detail dibandingkan informasi yang diperoleh para *shareholders*. Informasi tersebut nantinya bisa menjadikan dasar bagi para pihak manajemen untuk membuat atau menghasilkan kebijakan yang pada akhirnya digunakan manajemen untuk mendeteksi prospek perusahaan. Saat pihak manajemen mendapatkan kelebihan informasi dibandingkan investor maka pada akhirnya pihak manajemen akan lebih mengarahkan pengambilan keputusan yang mampu mengakomodasi kepentingannya.

Conflict of interest (konflik kepentingan) mampu diminimalisir dengan adanya mekanisme kepemilikan saham oleh manajemen atau yang biasa dikenal dengan *managerial ownership*. Mekanisme kepemilikan saham oleh manajemen juga menjadi salah satu upaya untuk menyelaraskan kepentingan (*covergence-interest*). Dengan ikut memiliki kepemilikan saham perusahaan diharapkan pihak manajemen perusahaan nantinya akan mendedikasikan dirinya untuk bekerja sebaik mungkin demi kepentingan *shareholders* yang mana itu juga termasuk diri mereka sendiri atau hal ini sering disebut dengan *convergence-interest hypothesis*. Penjelasan tersebut juga didukung dengan adanya penelitian Sun (2015) bahwasannya kepemilikan manajerial yang lebih tinggi dapat menjadi salah satu fungsi dalam suatu perusahaan yang cukup penting dalam menyelaraskan kepentingan manajemen perusahaan dan pemegang saham, yang pada akhirnya mengarah terhadap biaya hutang menjadi lebih rendah. Kepemilikan saham oleh manajerial perusahaan juga bisa menjadi salah satu bentuk insentif bagi para pihak manajemen dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja yang pada akhirnya mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Namun terdapat masalah utama yang dihadapi setiap perusahaan yaitu bagaimana menentukan struktur modal yang tepat untuk keberlangsungan hidup perusahaan. Perusahaan harus memilih struktur modal yang mereka yakini akan memberikan dampak terhadap tingginya *firm value*. Salah satu struktur modal perusahaan adalah dengan menggunakan hutang. Munstansar (2018) menyatakan bahwa pada negara berkembang, perusahaan dengan volume *managerial ownership* yang rendah maka cenderung menggunakan hutang yang cukup besar.

Sebab pihak manajemen (direksi, komisaris, atau direktur) dan pemilik akan melakukan penyelarasan kepentingan dengan cara menggunakan hutang untuk meningkatkan nilai perusahaan. Peranan utama pihak manajemen perusahaan adalah dengan menentukan permodalan atau struktur modal sebaik mungkin dengan tujuan *value maximizing*, dengan kata lain hal tersebut selaras dengan kepentingan mereka (*convergence-interest effect*). Namun ketika *managerial ownership* tinggi maka penggunaan hutang akan menjadi rendah, sebab pihak manajemen mengejar kepentingan mereka sendiri dan akan menurunkan penggunaan hutang untuk menghindari pemantauan, risiko kesulitan keuangan dan kebangkrutan sehingga hasil ini tidak selaras dengan *convergence-interest effect*. Sedangkan pada negara maju, baik pada tingkat *managerial ownership* yang rendah ataupun tinggi manajemen cenderung akan menghindari hutang dalam struktur modal perusahaan. Ismiyanti (2008) menjelaskan *interdependence negative relationship* antara kepemilikan manajer dan kebijakan hutang menegaskan adanya *balancing of agency theory*. Perusahaan akan memperhatikan *trade off* untuk menerapkan mekanisme kontrol melalui struktur kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang.

Selain itu, keputusan investasi juga merupakan indikator yang dibutuhkan di dalam fungsi keuangan perusahaan, dimana *value of the firm* juga bisa dicerminkan dari keputusan investasi yang dilakukan perusahaan (Hidayat, 2010). Pendapat tersebut dimaksudkan bahwasannya *investment decision* menjadi hal yang patut dipertimbangkan untuk mencapai tujuan perusahaan, yang mana dapat dilakukan dengan memaksimalkan kemakmuran *shareholders* yang direalisasikan

melalui kegiatan investasi suatu perusahaan. Hasil akhir yang diharapkan dari setiap keputusan investasi yaitu menghasilkan keuntungan setinggi-tingginya dengan tingkat risiko yang mampu ditekan sehingga mampu mengoptimalkan nilai suatu perusahaan. Vijayakumaran (2020) menemukan bahwa keputusan investasi secara sistematis terkait dengan kepemilikan manajerial dalam dua cara. Pertama, kepemilikan manajerial memberikan dampak secara positif terhadap keputusan investasi perusahaan dengan cara menyelaraskan insentif manajemen sesuai kepentingan pemegang saham, selain itu kepemilikan manajerial yang tinggi dapat meningkatkan investasi perusahaan. Dimana hal ini sesuai dengan *convergence-interest hypothesis*. Kedua, kepemilikan manajerial membantu mengurangi tingkat kendala keuangan yang dihadapi oleh perusahaan dengan bertindak sebagai bentuk jaminan yang kredibel bagi pemberi pinjaman dan menandakan kualitas proyek investasi ke pasar modal.

Oleh karenanya, demi pertumbuhan dan persaingan di pasar maka perusahaan harus terus berkembang dimana salah satunya yakni perusahaan perlu melakukan investasi dalam proyek – proyek yang dapat menekan biaya dan memperbesar pendapatan yang selanjutnya bisa meningkatkan pertumbuhan. Perusahaan dengan siklus pertumbuhan yang tinggi dapat menjadikan *leverage* sebagai salah satu peluang untuk kegiatan investasi, karena perusahaan dengan kriteria tersebut memiliki arus kas yang cukup untuk mengurangi risiko yang timbul dari penggunaan *leverage* untuk memanfaatkan peluang investasi. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah menghadapi kesulitan besar dalam menggunakan *leverage* untuk memanfaatkan peluang

investasi apapun. Alasannya adalah bahwa perusahaan-perusahaan tersebut tidak memiliki kapasitas terkait sumber daya yang memadai guna menghasilkan pendapatan yang memungkinkan perusahaan untuk membayar kembali hutangnya bersama dengan beban bunga. Salah satu faktor dalam menentukan kriteria struktur modal adalah keputusan investasi, sehingga perusahaan mampu mempertimbangkan apakah kebutuhan di dalam perusahaan harus dibiayai dengan *leverage* atau sumber dana lain guna menentukan keberlangsungan hidup perusahaan. Tome (2017) dan Sajid (2016), menyebutkan bahwa adanya hubungan negatif antara *financial leverage* dan *investment*. Dengan tingginya tingkat hutang maka akan menimbulkan *underinvestment* karena memungkinkan terjadinya gagal bayar sehingga akan mendorong perusahaan untuk mengurangi kegiatan investasinya. Selain itu, *leverage* menjadi *disciplinary role* bagi para manajer dengan membuat mereka menggunakan dana berlebih untuk membayar hutang sehingga menahan terjadinya *overinvestment* yang tidak menguntungkan.

Di sisi lain, *convergence-interest hypothesis* digunakan untuk menjelaskan efek positif yang ditimbulkan dari kepemilikan manajerial (Jensen & Meckling, 1976). Efek positif ini akan terjadi dengan meningkatnya kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, yang akan menyejajarkan atau menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga akan berimbas pada penurunan konflik keagenan antar keduanya dan akan memberikan efek positif terhadap nilai perusahaan. Di sisi lain juga terdapat pengaruh negatif yang ditimbulkan akibat kepemilikan manajerial yang cukup tinggi. Efek negatif tersebut biasa disebut dengan *Entrenchment Hypothesis*. Pengaruh negatif yang

ditimbulkan berkaitan dengan kinerja perusahaan dikarenakan semakin besar kepemilikan manajerial maka akan melemahkan pengawasan *eksternal shareholder* terhadap keputusan yang dibuat manajemen. Atau dapat dijelaskan bahwa dengan bertambahnya kepemilikan manajemen, manajemen akan memiliki kekuatan lebih untuk mengamankan posisinya di perusahaan dan menghindari pengawasan dari pihak luar. Penelitian sebelumnya belum sepenuhnya mampu menunjukkan adanya efek positif yang ditimbulkan dari kepemilikan manajerial sehingga dalam penelitian ini akan berfokus pada *convergence – interest hypothesis* untuk menjelaskan keterkaitan antara *managerial ownership*, *capital structure*, dan *investment decision* dikarenakan *managerial ownership* digunakan sebagai tindakan untuk meminimalisir *agency problem* sehingga hal tersebut akan menimbulkan penyelarasan kepentingan bagi kedua pihak (*principal* dan *agent*) yang mana penyelarasan tersebut dijelaskan oleh *convergence – interest hypothesis*.

1.2 Rumusan Masalah

Rumusan masalah pada penelitian ini yaitu:

1. Apakah *managerial ownership* dan *capital structure* saling mempengaruhi dalam perspektif *convergence – interest hypothesis* ?
2. Apakah *managerial ownership* dan *investment decision* saling mempengaruhi dalam perspektif *convergence – interest hypothesis* ?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai pada penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh antara *managerial ownership* dan *capital structure* dalam perspektif *convergence – interest hypothesis*.
2. Menganalisis pengaruh antara *managerial ownership* dan *investment decision* dalam perspektif *convergence – interest hypothesis*.

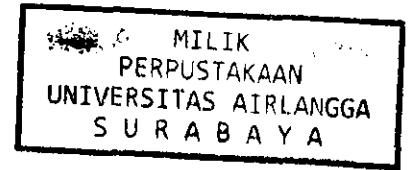
1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian ini yakni sebagai sarana pengembangan teori dan ilmu pengetahuan tentang keterkaitan antara *managerial ownership* (kepemilikan manajerial), *capital structure* (struktur modal), serta *investment decision* (keputusan investasi) dan terkait dengan perkembangan perusahaan dan pola bisnis yang cenderung struktur kepemilikan dimiliki oleh orang dalam atau manajemen perusahaan.

MILIK RUANG BACA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS AIRLANGGA

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA



BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Berikut merupakan batasan teori relevan yang digunakan sebagai landasan dalam penelitian ini :

2.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Terjadinya pemecahan antara kepemilikan dan pengendalian di dalam perusahaan memicu timbulnya konflik di antara pemilik dan manajemen. Dalam suatu perusahaan yang sudah berskala besar dan *go public*, saham perusahaan akan dapat dimiliki oleh banyak investor yang pada akhirnya membuat sulit dalam mengungkapkan tujuan serta berakibat pada sedikit kendali yang dimiliki investor terhadap pihak manajemen perusahaan. Pemecahan kepemilikan dari pihak manajemen ini dapat memunculkan kondisi yang menjadikan manajemen mampu berperilaku yang menguntungkan pihaknya sendiri dibandingkan untuk kepentingan para *shareholders*. Pihak *agent* (manajemen) dan pihak *principal* (pemegang saham), memiliki hubungan antara satu pihak atau lebih (*principal*) mempercayakan tugasnya kepada pihak lain (*agent*) untuk memberikan kekuasaan atau mengambil keputusan dalam perusahaan. (Jensen & Meckling, 1976).

Pada kaitannya dengan manajemen keuangan, salah satu tujuan dari perusahaan yaitu meningkatkan kekayaan para pemegang saham. Oleh karena itu, manajemen (*agent*) yang ditunjuk oleh pemegang saham (*principal*) harus bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, tetapi pada kenyataannya tidak dapat dipungkiri akan muncul konflik kepentingan antara pihak manajemen

(direksi, komisaris, atau direktur) dengan pemegang saham (investor). Hal ini dikarenakan adanya perbedaan tujuan atau keinginan antara keduanya. Perbedaan kepentingan ini muncul karena kedua pihak yaitu pihak *agent* dan *principal* ingin memaksimalkan utilitasnya. Oleh sebab itu, ada kemungkinan bahwa *agent* tidak sepenuhnya mengeluarkan upaya terbaiknya demi kepentingan *principal*, yang kemudian hal ini menimbulkan masalah yang disebut dengan *agency problem*. Problem keagenan terjadi apabila jumlah saham yang dimiliki manajemen cukup sedikit (minoritas). Para pemegang saham berkeinginan agar pihak manajemen mampu bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Namun di sisi lain, *agent* dapat melakukan tindakan guna memaksimalkan kemakmurannya sendiri daripada kemakmuran pemegang saham. Selanjutnya, hal ini bisa diperparah dengan adanya *Asymmetric information*. Ini merupakan suatu keadaan yang tidak bisa dihindari karena adanya perbedaan tujuan atau keinginan antar kedua belah pihak yang menyebabkan adanya kesenjangan informasi tentang perusahaan (Myers, 1984). *Asymmetric information* menjelaskan keadaan terkait kelebihan informasi yang dimiliki salah satu pihak dibandingkan pihak yang lain, dalam hal ini manajemen (*agent*) biasanya akan memperoleh kelebihan informasi, yang mana informasi tersebut lebih detail, baik dan banyak tentang suatu perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham (*principal*). Kondisi ini kemudian akan menyebabkan pihak manajemen berperilaku yang dapat memberikan keuntungan bagi dirinya sendiri sehingga muncul *agency problem* tersebut. Di sisi lain, para pemegang saham (*principal*) dapat meminimalisir aktivitas *agent* yang berlebihan dengan pemberian *reward*

atau insentif, biaya yang tepat untuk pemantauan dan struktur pembiayaan yang sesuai, sehingga kepentingan kedua belah pihak dapat tercapai. Dari sinilah timbul suatu biaya yang disebut sebagai *agency cost* dikarenakan pihak manajemen tidak mengambil keputusan untuk kepentingan *principal* (Mustansar, 2018). Biaya tersebut dikelompokkan dalam tiga kategori, antara lain (Jensen & Meckling, 1976) :

- 1) Biaya pemantauan (*Monitoring cost*), biaya yang dibayarkan oleh *principal* yang bertujuan untuk mengontrol tindakan manajemen serta pembatasan perilaku oportunistik yang dijalankan oleh manajemen perusahaan.
- 2) Biaya kompensasi insentif (*Bonding cost*), biaya menjadi beban manajemen (*agent*) agar bisa mematuhi dan menetapkan mekanisme yang diharapkan *principal* sehingga *agent* akan dipandang telah berperilaku sesuai dengan keinginan *principal* atau bisa dikatakan sebagai biaya yang dibayarkan untuk mendapatkan kepercayaan *principal*.
- 3) Biaya kerugian residual (*Residual cost / Residual loss*), hilangnya utilitas yang diderita oleh *principal* menyusul perbedaan kepentingan dengan *agent*, contoh *residual loss* adalah penurunan nilai perusahaan akibat penjualan ekuitas yang disebabkan oleh tidak dilakukannya kegiatan pengawasan dan afiliasi.

Semakin kecil persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen suatu perusahaan, maka pihak manajemen cenderung bersikap mementingkan dirinya dan tidak berlandaskan pada pemaksimalan *value of the firm* dalam keputusan yang diambilnya, sehingga kesejahteraan para pemegang saham menjadi semakin minim (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan struktur saham yang terdistribusi

dapat mempersulit fungsi kontrol di dalam suatu perusahaan, karena tingkat kepemilikan yang rendah hanya akan mempunyai keuntungan minim dalam hal monitoring manajemen. Namun, jika kepemilikan perusahaan lebih terkonsentrasi, kondisi ini akan sangat berbeda. Sebab dapat memberikan kemudahan bagi perusahaan dalam hal pengelolaan, pengawasan tata kelola, dan hak suara bagi manajemen, serta untuk meminimalkan *agency cost*. Oleh karenanya, menurut (Jensen & Meckling, 1976) terdapat hal yang bisa di-implementasikan guna memperkecil konflik keagenan (*agency conflict*) yaitu dengan dilakukannya mekanisme *controlling* yang mampu menyelaraskan kepentingan di antara manajemen dan *shareholder*. Mekanisme yang dimaksudkan yaitu kepemilikan saham oleh pihak manajerial atau disebut juga *managerial ownership*.

2.1.2 *Managerial Ownership*

Pihak manajerial merupakan pihak yang di dalam perusahaan berperan aktif dalam menentukan keputusan strategis dalam menjalankan suatu perusahaan. Pihak manajemen suatu perusahaan dalam mengelola kegiatan operasional harus sesuai dengan ketentuan dan dengan yang direncanakan dalam mencapai tujuan perusahaan. Namun dalam kenyataannya, tidak dipungkiri bahwa pada perusahaan akan muncul *conflict of interest* antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham (investor). Hal ini bisa terjadi dikarenakan setiap pihak (*principal* dan *agent*) akan mempunyai tujuan yang berbeda terkait keberlangsungan perusahaan. Konflik kepentingan (*conflict of interest*) memang sepantasnya harus terselesaikan agar tidak menjadi boomerang untuk keberlangsungan hidup perusahaan karena jika dibiarkan, maka akan berimbas terhadap buruknya kinerja

di dalam perusahaan. Di sisi lain, penyelesaian tersebut juga ditujukan untuk citra baik perusahaan harus terus dipertahankan dan dijaga. Namun apabila kepentingan manajemen di dalam perusahaan sama dengan kepentingan *shareholder* dikarenakan pihak manajemen perusahaan tersebut juga sebagai *principal*, maka *agency conflict* dapat dihindari dikarenakan terdapat tujuan yang sama antara *agent* dan *principal* yaitu mencari keuntungan dengan meningkatkan nilai suatu perusahaan (*firm value*).

Oleh karenanya, *managerial ownership* dapat menjadi cara yang bisa digunakan guna menghindari *conflict of interest*. Selain itu kepemilikan manajerial dapat membatasi tindakan manajemen yang berlebihan dalam suatu perusahaan (Kusumawati, 2019). Hal ini juga sejalan dengan pendapat (Sorensen, 1986) bahwa manajemen (direksi, komisaris, atau direktur) memiliki implikasi yang lebih besar untuk mengurangi *agency cost* dengan memperbesar tingkat kepemilikan, yang artinya seseorang akan berkedudukan ganda, tidak hanya sebagai pihak yang mengelola perusahaan tetapi juga sebagai *shareholder*. Bisa diterangkan bahwa kepemilikan manajerial merupakan kondisi yang memiliki kekuasaan ganda dimana mampu menjadi bagian dari manajemen serta bagian dari *shareholder*. Kemudian pihak tersebut juga memiliki kuasa terkait penentuan keputusan penting di perusahaan. Dengan posisi demikian, maka keputusan yang diambilnya akan mempunyai dua tujuan yang akan menguntungkan baik untuk pihak manajemen maupun *shareholder*. Diharapkan dengan posisi tersebut, segala pengambilan keputusan untuk perusahaan memang benar dilakukan untuk keberlangsungan perusahaan serta tidak merugikan kedua belah pihak.

Oleh sebab itu, *managerial ownership* menimbulkan pengaruh terhadap kinerja manajemen. Semakin tinggi tingkat *managerial ownership* dalam perusahaan, semakin besar pula usaha untuk memaksimalkan kinerjanya (Shan, 2017). Penyelarasan kepentingan pasti akan dilakukan oleh pihak manajemen yang mana juga bertindak sebagai *shareholder*. Sejalan dengan pendapat (Peilouw, 2017) meningkatnya kepemilikan manajerial, maka akan menyamakan kepentingan antara *agent* dan *principal*, dengan demikian pihak manajemen akan ikut memiliki perusahaan sehingga tidak akan bertindak oportunistik. Sehingga pihak manajemen akan bertindak yang dapat memajukan perusahaan, apabila perusahaan lebih maju dan berkembang dari yang sebelumnya maka pihak manajemen tersebut juga akan ikut menikmati hasilnya. Karena tidak lain hasil yang mereka dapatkan juga dari kerja keras yang telah dilakukannya.

Terdapat beberapa determinan dari *managerial ownership*, antara lain :

1) *Size*

Ukuran perusahaan mampu memperlihatkan banyaknya kekayaan yang dimiliki perusahaan. Kapitalisasi pasar, total modal, total aset, dan total penjualan dapat dijadikan salah satu acuan guna mengukur besar ataupun kecilnya perusahaan tersebut. Di sisi lain ukuran suatu perusahaan juga mencerminkan kinerja perusahaan di masa lalu serta dapat menjadikan indikator kinerja perusahaan di masa depan. Perubahan kinerja perusahaan dari masa ke masaini akan memotivasi manajemen untuk menahan saham di perusahaan, karena bermanfaat bagi profitabilitas perusahaan di masa mendatang (Erkaningrum, 2013).

2) *Business Risk*

Risiko bisnis (*Business Risk*) merupakan suatu kemungkinan tidak memadainya perusahaan untuk mendanai kegiatan operasionalnya. Perusahaan yang tingkat risiko bisnisnya cukup tinggi akan cenderung mengurangi persentase kepemilikan pihak manajemen, karena manajemen akan membatasi diri ketika mengetahui kondisi perusahaan sedang tidak baik (Afendi, 2014). Manajer akan berperilaku *risk averse* sehingga mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham. Manajer akan lebih memilih untuk mengalihkan kekayaan pribadi pada investasi lain atau lembaga keuangan.

2.1.3 *Capital Structure*

Dalam suatu siklus bisnis di suatu perusahaan, tentunya akan membutuhkan modal untuk meningkatkan atau memperluas perusahaan agar lebih maju dan berkembang. Selain itu modal menjadi salah satu faktor untuk menjalankan usaha dan kegiatan komersial suatu perusahaan selain kebutuhan manusia, material, dan lain-lain. Oleh karenanya dibutuhkan struktur permodalan yang tepat bagi suatu perusahaan agar dapat menjaga stabilitas dalam suatu perusahaan serta meningkatkan *firm value* dari perusahaan tersebut. Pemenuhan akan kebutuhan modal perusahaan dapat berasal dari berbagai sumber eksternal maupun internal.

Pendekatan struktur modal suatu perusahaan dapat menggunakan *pie model* yang merupakan penjumlahan dari keuangan yang dimiliki perusahaan yang berasal dari hutang (*debt*) dan ekuitas (*equity*), (Ross *et al*, 2019).

Modigliani & Miller (1958), mengembangkan teori struktur modal untuk pertama kalinya, yang pada saat itu mereka menyatakan bahwa “*market value* dari setiap perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya” (Brown, 2018). Terdapat dua proposisi pada teori Modigliani & Miller tanpa pajak, yaitu : (Ross *etal*, 2019).

- 1) *Proposition I* : “*The value of the levered firm is the same as the value of the unlevered firm*”. Struktur modal dari suatu perusahaan tidak relevan atau dengan kata lain perubahan permodalan perusahaan tidak memengaruhi *firm value* dan *weighted average cost of capital (WACC)* tidak akan berubah, sehingga tidak berpengaruh perusahaan menggabungkan hutang ataupun ekuitas untuk membiayai operasi bisnis.
- 2) *Proposition II* : “*The expected return on equity is positively related to leverage because the risk to equityholders increases with leverage*”. *Risk of the equity* dinyatakan dengan risiko operasi perusahaan (*business risk*) dan tingkat penggunaan hutang di dalam perusahaan (*financial risk*).

Teori Modigliani & Miller tanpa pajak ini kemudian dianggap tidak realistis sehingga Modigliani & Miller (1963) mengembangkan teori dengan melibatkan faktor pajak ke dalam teorinya. Terdapat dua proposisi dalam teori ini, antara lain : (Ross *etal*, 2019).

- 1) *Proposition I* : “*Because corporations can deduct interest payments but not dividend payments, corporate leverage lowers tax payments*”. Bisa dikatakan bahwasannya *value of the firm* akan sama ketika perusahaan menggunakan hutang maupun tidak memakai hutang dalam struktur permodalannya dengan

ditambahkan penghematan pajak karena beban bunga dari hutang tersebut. Implikasinya dari proposisi I tersebut yaitu keberlangsungan perusahaan dengan menggunakan hutang akan memberikan keuntungan, kemudian di sisi lain Modigliani & Miller menyatakan bahwa struktur modal akan dikatakan optimal jika tingkat penggunaan hutang sebesar seratus persen.

- 2) *Proposition II* : “*The cost of equity rises with leverage because the risk to equity rises with leverage*”. Penggunaan hutang yang semakin tinggi dapat meningkatkan biaya modal saham. Dengan kata lain, penggunaan hutang yang semakin tinggi itu sama halnya dengan penggunaan modal yang lebih rendah dikarenakan biaya modal akan lebih kecil jika dibandingkan dengan biaya modal saham yang kemudian akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (meski biaya modal saham meningkat).

Teori dari Modigliani dan Miller bisa dikatakan cukup menjadi kontroversi. Hal ini dikarenakan dalam teorinya, perusahaan disarankan untuk menggunakan hutang sebanyak-banyaknya dalam struktur permodalannya. Namun dalam kondisi real nya, tidak ada perusahaan yang menggunakan begitu banyak hutang. Semakin tinggi tingkat hutang perusahaan, maka ancaman akan kebangkrutan menjadi semakin tinggi.

Seiring dengan perkembangannya, maka terdapat tiga teori dasar dalam *capital structure* antara lain :

1) *Trade off Theory*

Teori ini diperkenalkan Kraus dan Litzenberger (1973) yang mana aspek perpajakan serta biaya kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) dilibatkan.

Pada akhirnya teori ini dianggap lebih relevan dibandingkan teori sebelumnya dari Modigliani & Miller (Brown, 2018). *Trade off theory* dapat disebut sebagai teori struktur permodalan yang berlandaskan pada pertukaran (*trade off*) antara keuntungan serta kerugian dari penggunaan hutang (Wikartika, 2018). Di sisi lain, terdapat asumsi yang dijelaskan dalam teori ini dimana struktur permodalan perusahaan merupakan keseimbangan antara 3 hal yaitu manfaat menggunakan hutang, *financial distress*, dan *agency cost*. Teori ini mengakui, titik optimal struktur modal mampu memaksimalkan nilai perusahaan. Jika nilai tambah dari penggunaan utang berupa penghematan pajak dapat menutupi peningkatan biaya *financial distress* yang terkait dengan penggunaan utang, maka struktur modal yang optimal akan tercapai (Fadhila, 2018). Namun implikasinya jika pada proporsi hutang tertentu, maka manfaat pajak masih mampu untuk menutupi *financial distress* yang timbul. Namun pada tingkat hutang yang semakin besar, manfaat dari penggunaan hutang tidak akan mampu lagi digunakan untuk menutupi biaya akibat dari *financial distress* yang mungkin terjadi.

2) *Signaling Theory*

Ross (1977) mengusulkan tentang *signaling theory* yang didasarkan pada terjadi asimetri informasi antara pihak manajemen perusahaan (direksi, komisaris, atau direktur) dengan pemegang saham (investor). Dimana dalam *signaling theory* ditegaskan bahwa pembiayaan dengan menggunakan hutang (*debt*) dapat memberikan sinyal terhadap para investor terkait arus kas perusahaan. Karena terkadang pihak manajemen menggunakan perubahan dalam struktur modal untuk mengkomunikasikan risiko serta profitabilitas perusahaan kepada pengguna

eksternal (Alipour, 2015). Oleh karena itu, teori ini menjelaskan betapa pentingnya informasi yang disebarluaskan oleh pihak perusahaan sehingga dapat mempengaruhi pertimbangan seseorang dalam berinvestasi. Informasi menjadi sesuatu hal yang penting baik itu untuk para investor maupun pelaku bisnis dikarenakan informasi tersebut mengandung gambaran masa lalu, kini, dan nanti di masa mendatang bagi perusahaan dan pasar modal. Informasi yang detail, akurat serta relevan sangat dibutuhkan untuk digunakan sebagai bahan analisis sebelum menentukan keputusan investasi. Informasi yang disebarluaskan dalam bentuk pengumuman disinyalir akan mempengaruhi pengambilan keputusan yang dilakukan oleh investor.

3) *Pecking Order Theory*

Teori ini diperkenalkan oleh Myers & Majluf (1984), menetapkan bahwa perusahaan akan menggunakan sumber pembiayaan dengan biaya terendah untuk setiap keputusan modalnya (Brown, 2018). Atau dapat dijelaskan bahwa *pecking order theory* mengasumsikan setiap perusahaan akan menggunakan preferensi masing-masing terkait urutan pendanaan yang tepat dalam perusahaannya. Alipour (2015) mengindikasikan perusahaan lebih memilih penggunaan dana internal (*internal financing*) yang berupa laba ditahan dibandingkan penggunaan dana eksternal (*external financing*). Ketika penggunaan dana eksternal (*external financing*) diperlukan, sekuritas teraman, yaitu obligasi diterbitkan terlebih dahulu, diikuti oleh karakteristik opsi, namun apabila dirasa masih kurang maka penerbitan saham baru akan dilakukan. Pendanaan pada teori ini secara berurut yaitu laba ditahan (*retained earnings*), hutang (*debt*), dan ekuitas (*equity*). Oleh

sebab itu *Pecking order theory* juga menjadi salah satu teori yang dapat menimbulkan pengaruh secara signifikan dalam keuangan suatu perusahaan.

Di sisi lain, jika pengeluaran saham baru tidak dilakukan dan perusahaan hanya akan memakai laba guna pendanaan investasi, maka hal ini tidak akan memunculkan asimetri informasi. Begitu pula sebaliknya, jika perusahaan mengeluarkan saham baru maka cenderung akan muncul asimetri informasi (Kumar, 2015). Dengan adanya indikasi munculnya asimetri informasi antara perusahaan dan investor potensial, sehingga membuat perusahaan akan lebih memilih pendanaan hutang (*debt*) dalam jangka panjang maupun jangka pendek dibandingkan dengan menggunakan ekuitas atau penerbitan saham baru (*right issue*) (Hapsari, 2019).

Terdapat beberapa determinan dari *capital structure* yang dipakai dalam penelitian ini, antara lain :

1) *Firm Size* (Ukuran Perusahaan)

Merupakan suatu ukuran besar kecilnya suatu perusahaan, yang mana ukuran perusahaan tersebut akan mempengaruhi keputusan perusahaan dalam penentuan struktur modal khususnya terkait penggunaan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Semakin besar skala suatu perusahaan, maka akan cenderung melakukan diversifikasi usaha dan hal ini akan menyebabkan arus kas perusahaan akan berfluktuasi (Vinh, 2017).

Perusahaan yang cukup besar dan terlebih lagi sudah mapan, lebih mudah mengumpulkan dana di pasar modal daripada perusahaan kecil. Akses yang mudah juga meningkatkan fleksibilitas perusahaan besar. Dengan kata lain

perusahaan yang lebih besar memiliki kesempatan yang lebih besar pula terkait kesempatan untuk memenangkan persaingan usaha atau bertahan pada industri yang digelutinya.

2) *Tangibility*

Tangibility of assets merupakan ukuran guna melihat kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva berwujud yang digunakan dalam kegiatan operasionalnya. Di sisi lain, *tangibility of assets* sangat erat kaitannya dengan *agency cost* dari hutang dan biaya *financial distress* (Myers 1977), yang merupakan rasio aset yang berwujud terhadap total aset. Perusahaan dengan *tangible assets* akan lebih mampu mengamankan hutang dikarenakan aset tersebut dapat dipergunakan sebagai jaminan (Jensen & Meckling, 1976).

3) Profitabilitas

Kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan atau laba selama jangka waktu tertentu pada tingkat pendapatan, aktiva, dan ekuitas tertentu. Tingkat profitabilitas perusahaan dapat berpengaruh terhadap struktur modal suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan apabila keuntungan yang didapatkan perusahaan dibagikan kepada pemegang saham (*dividen*), maka hal tersebut akan membuat suatu perusahaan membutuhkan dana eksternal yang pada akhirnya membuat perusahaan menambah hutang jangka pendek atau panjangnya. Namun jika keuntungan tersebut dijadikan sebagai lahan ditahan (*retained earnings*) maka akan membuat perusahaan memiliki dana lebih yang mampu dijadikan sebagai tambahan modal perusahaan yang nantinya akan berpengaruh akan penggunaan hutang atau pinjaman menjadi lebih rendah.

Peningkatan profitabilitas akan menjadi konsentrasi di dalam perusahaan. Profitabilitas sangat penting sebagai upaya untuk menjaga kelangsungan hidup jangka panjang bisnis suatu perusahaan. Profitabilitas dapat menunjukkan seberapa baik prospek perusahaan di masa depan. Selain itu apabila profitabilitas meningkat hal tersebut bisa mencerminkan pengelolaan terkait sumber dana pembiayaan operasional menunjukkan arah yang lebih baik serta tingkat efisiensi juga semakin terlihat. Sehingga bisa dijelaskan penilaian investor tidak hanya dilihat dari tingkat ke-efisienan manajemen dalam kaitannya pengelolaan investasi namun mereka juga akan memperhatikan kinerja manajemen perusahaan dalam pengelolaan sumber dana. (Shelly, 2016).

4) *Non – Debt Tax Shield*

Pembebanan biaya dimana depresiasi dan amortisasi merupakan *cash flow* sebagai sumber modal dari dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi pendanaan dari hutang (Natasari, 2014). Dengan kata lain *Non - debt tax shield* (NDTS) bisa dikatakan suatu bentuk benefit yang diperoleh dari pengurangan pajak di luar hutang. Perolehan benefit tersebut melalui depresiasi serta amortisasi sebagai pengurang pajak.

Jika menggunakan modal dari hutang, maka akan menimbulkan beban bunga yang wajib dibayarkan sehingga dalam laporan laba rugi perusahaan, beban bunga yang dibayarkan akan sebagai pengurang keuntungan kena pajak sehingga semakin tingginya pemakaian hutang dari struktur permodalan maka akan semakin meningkatkan beban bunga yang kemudian berimbas pada semakin tingginya penghematan pembayaran pajak penghasilan dan pada akhirnya bunga

akan dapat mengurangi keuntungan kena pajak sehingga mampu memberikan benefit berupa pajak yang dibayarkan perusahaan akan menjadi lebih rendah (*tax deductible*), (Natasari 2014). *Trade off theory* sendiri juga menyatakan bahwa perusahaan meningkatkan hutang guna mengambil keuntungan dari *higher – interest tax shields* (Sun 2015).

Di sisi lain, jika terjadi depresiasi maka juga akan timbul penghematan pajak sebab pengurangan pajak yang terjadi dari depresiasi akan menggantikan manfaat pajak dari permodalan secara hutang (kredit), oleh karenanya jika perusahaan dengan tingkat *Non - debt tax shield* (NDTS) yang cukup tinggi maka akan sedikit dalam menggunakan hutang dalam permodalannya.

2.1.4 Investment Decision

Keputusan investasi menjadi salah satu bagian yang cukup penting bagi perusahaan untuk menciptakan nilai (*firm value*). Pembentukan *value of the firm* dari nilai pasar saham nantinya dapat dipengaruhi oleh *investment opportunity set* (IOS). Selain itu, perusahaan yang memutuskan untuk berinvestasi juga mengharapkan mendapat keuntungan yang akan diperoleh di masa yang akan datang seperti halnya meningkatkan produksi barang atau jasa, memperluas pangsa pasar, memperoleh laba dan lain sebagainya (Sandiar, 2017). Dengan demikian keputusan investasi (*investment decision*) dapat diartikan sebagai suatu keputusan untuk melepaskan dana yang dimiliki pada saat ini dengan harapan akan menghasilkan arus dana di masa depan dengan jumlah yang lebih besar daripada dana yang dilepaskan pada saat investasi awal.

Dalam melakukan keputusan investasi (*investment decision*) maka selalu

terdapat proses dalam keputusan tersebut, yang mana proses tersebut akan memberikan gambaran pada setiap tahapan yang dilalui oleh suatu perusahaan. Secara umum proses manajemen investasi terdapat lima tahapan, antara lain : (Fahmi, 2013)

1) Menetapkan sasaran investasi

Pada tahap awal ini, perusahaan diminta untuk memfokuskan target pada hal yang menjadi prioritas untuk dilakukan kegiatan investasi. Penetapan sasaran ini harus disesuaikan dengan apa yang menjadi fokus pada kegiatan investasi tersebut.

2) Membuat kebijakan investasi

Untuk Proses yang kedua ini, berfokus dengan penetapan kebijakan terkait tujuan kegiatan investasi yang akan dilakukan. Dimana kebijakan tersebut dimulai dari bagaimana penentuan alokasi asset yang akan berkaitan dengan pendistribusian dana yang dimiliki untuk berbagai jenis asset yang tersedia seperti saham, obligasi, properti dan lain sebagainya. Di sisi lain yang juga harus menjadi perhatian yaitu segala batasan yang dapat berpengaruh dalam penetapan kebijakan investasi.

3) Memilih strategi portofolio

Langkah ketiga yang harus dilakukan perusahaan berkaitan dengan peranan yang akan diambil oleh perusahaan, yakni bersifat pasif atau aktif. Saat strategi portofolio pasif, hanya dapat dilihat dari indeks rata-rata saja atau berdasarkan reaksi yang muncul di pasar atau dengan kata lain segala bentuk informasi akan mudah diterima oleh pasar dan akan tercermin pada harga

saham. Pada saat suatu perusahaan melakukan strategi portofolio aktif, maka seluruh kondisi tentang perusahaan dengan cepat digambarkan di pasar saham. Hal ini dikarenakan investasi aktif akan selalu mencari informasi untuk kemudian digunakan mencari kombinasi portofolio yang seiring dengan kinerja indeks pasar.

4) Memilih aset

Pada proses ini bertujuan untuk mencari kombinasi portofolio yang efisien. Perusahaan diminta untuk berusaha menentukan aset – aset investasi yang dapat memberikan tingkat pengembalian(*return*) paling tinggi di masa yang akan datang dengan risiko tertentu atau dengan menentukan pilihan pada asset yang mampu menawarkan keuntungan pada tingkat tertentu dengan tingkat risiko yang paling rendah.

5) Mengukur dan mengevaluasi kinerja

Ini merupakan bagian terakhir untuk proses keputusan investasi. Namun perlu digaris bawahi bahwa hal ini bukan sepenuhnya menjadi tahap paling akhir karena dalam kenyataannya proses *investment decision* merupakan suatu tahapan yang saling berkesinambungan dan terus menerus. Jika pada proses terakhir ini hasilnya kurang baik, maka harus memulai proses tersebut dari awal dan seterusnya untuk mengambil keputusan investasi yang paling optimal.

Terdapat beberapa determinan dalam *investment decision*, yaitu :

1) Arus Kas (*Cash Flow*)

Arus kas atau *cash flow* merupakan suatu bentuk laporan keuangan yang di

dalamnya terdapat isi pengaruh kas dari kegiatan operasional, kegiatan transaksi investasi dan transaksi pembiayaan atau pendanaan serta kenaikan maupun penurunan bersih dalam kas dalam satu periode. Dengan kata lain, *cash flow* bisa diartikan sebagai arus masuk kas (*cash inflow*) serta arus keluar kas (*cash outflow*) yang terdiri dari tiga laporan aktivitas arus kas.

Aktivitas operasi mencakup semua transaksi yang terkait dengan laba yang dilaporkan dalam laporan laba rugi. Selanjutnya, aktivitas investasi adalah transaksi tunai yang melibatkan perolehan fasilitas investasi dan item non-moneter lainnya yang digunakan oleh perusahaan. Aktivitas pembiayaan berkaitan dengan cara perusahaan menarik dan memperoleh dana untuk membiayai perusahaan, termasuk kegiatan operasional. Dalam hal ini *cash inflow* adalah kegiatan yang berkaitan dengan pemasukan dana untuk kepentingan usaha, sedangkan *cash outflow* berkaitan dengan pembayaran kepada pemilik dan kreditur atas dana yang telah diberikan sebelumnya. *Cash flow* juga menjadi salah satu sumber pendanaan internal yang dimiliki perusahaan (Vijayakumaran, 2020). Jika dikaitkan dengan *pecking order theory*, pilihan pertama yang akan menjadi fokus manajemen dalam hal pembiayaan keputusan investasi yang dibuat yaitu pendanaan secara internal, sebab biayanya dinilai lebih murah dibandingkan menggunakan pendanaan eksternal.

Cash flow (arus kas) perusahaan adalah suatu penentu yang cukup penting dalam peluang pertumbuhan perusahaan. Jika perusahaan memiliki *cash inflow* yang cukup maka hal tersebut dapat digunakan untuk melakukan kegiatan investasi (Prasetya, 2019). Semakin besar *cash flow* yang dimiliki khususnya bagi

perusahaan yang dalam perkembangan maka tingkat investasi yang akan dilakukan semakin tinggi pula. Hal ini biasanya disebabkan perusahaan jarang membagikan dividen melainkan manajemen suatu perusahaan akan mengalokasikan *cash flow* yang dimiliki guna kegiatan investasi perusahaan.

2) Profitabilitas

Merupakan salah satu dari indikator manajemen perusahaan dalam mengelola kekayaan perusahaan yang ditunjukkan dengan laba yang dihasilkan oleh perusahaan (Prasetya, 2019). Dengan kata lain, profitabilitas dapat memberikan wawasan tentang kinerja bisnis yang dapat menguntungkan perusahaan. Profitabilitas juga merupakan salah satu faktor yang perlu diperhatikan secara signifikan karena untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan, maka perusahaan harus dalam keadaan atau kondisi yang menguntungkan (*Profitable*).

Oleh karenanya, saat perusahaan mampu mendapatkan tingkat keuntungan yang cukup besar selanjutnya keuntungan yang didapat bisa dialokasikan untuk kegiatan investasi pada periode selanjutnya agar suatu perusahaan dapat lebih berkembang dan mencapai keuntungan yang lebih besar daripada yang sebelumnya. Semakin tinggi persentase keuntungan yang dihasilkan suatu perusahaan, maka akan membuat kas yang tersedia juga semakin banyak sebagai simpanan dana perusahaan. Dengan demikian ketersediaan kas yang semakin meningkat mampu membuat manajemen lebih fleksibel dalam pengelolaan kas untuk kegiatan investasi pada aktiva tetap.

3) Peluang Investasi (*Investment Opportunity Set*)

Sebagai orang pertama yang memperkenalkan *Investment Opportunity Set*

(IOS). Myers (1977) menjelaskan apa yang dimaksudkan dengan IOS melalui penjelasan bahwa perusahaan merupakan suatu kombinasi antara aktiva riil dengan pilihan investasi di masa yang akan datang (masa depan). IOS ditunjukkan melalui besarnya *value of the firm* yang bergantung terhadap segala pengeluaran yang ditetapkan pihak manajemen di masa mendatang, atau bisa dijelaskan bahwa pilihan-pilihan investasi yang dilakukan akan memberikan hasil yang signifikan (Gaver, 1993). Dengan demikian *value of the firm* mampu memberikan pengaruh terhadap keputusan investasi di periode selanjutnya.

Pilihan investasi masa depan tidak hanya diterjemahkan ke dalam proyek yang didukung oleh kegiatan *research and development* (Gaver 1993). Namun juga dapat dilihat dari kemampuan perusahaan dalam mengambil kesempatan dibanding para pesaing guna tujuan atau keuntungan yang diharapkan. Keputusan untuk berinvestasi di masa depan erat kaitannya dengan tingkat pertumbuhan perusahaan. Dimana pertumbuhan bisnis perlu memberikan sisi positif bagi perusahaan sekaligus peluang investasi di masa depan. Peluang pertumbuhan ini akan menimbulkan peluang investasi yang diwakili oleh berbagai kombinasi nilai peluang investasi. Perusahaan yang menggunakan opsi investasi yang berbeda memberikan sinyal bahwa bisnis ini masih dalam masa pertumbuhan.

2.1.5 Convergence – Interest Hypothesis

Efek positif yang ditimbulkan dari pemegang saham pengendali biasa disebut dengan *Convergence of interest (alignment of interest) hypothesis*. Menurut hipotesis tersebut, peningkatan kepemilikan saham oleh pihak *insider* atau manajemen maka dapat mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) karena

manajemen menanggung biaya dari kegiatan yang dapat mengurangi nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan itu akan membuat penyelarasan kepentingan antara *agent* dan *principal*, hal ini dikarenakan *agent* juga bertindak sebagai *principal* sehingga tujuan atau kepentingan mereka untuk perusahaan adalah sama. Dengan demikian bisa dijelaskan bahwa penyelarasan kepentingan disebut juga sebagai *Convergence – Interest Hypothesis*.

Pemegang saham mayoritas atau pengendali memiliki hak aliran kas yang cukup untuk mencegahnya mencoba merebut minoritas dan perusahaan. Semakin tinggi konsentrasi hak aliran kas, semakin besar pula insentif bagi pemegang saham pengendali untuk menjalankan perusahaan.

2.2 Kerangka Konseptual

2.2.1 Kerangka Berpikir

Spesifikasi model pengaruh antara *Managerial Ownership* (MO), *capital structure* (LEV) dan *investment decision* (IO) dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan model persamaan yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$MO = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 INV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 tang_{i,t} + \beta_4 Prof_{i,t} + \beta_5 NDT S_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

$$INV = \gamma_0 + \gamma_1 MO_{i,t} + \gamma_2 CF_{i,t} + \gamma_3 Prof_{i,t} + \gamma_4 IO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan :

α, β, γ : konstanta

MO : *Managerial Ownership*

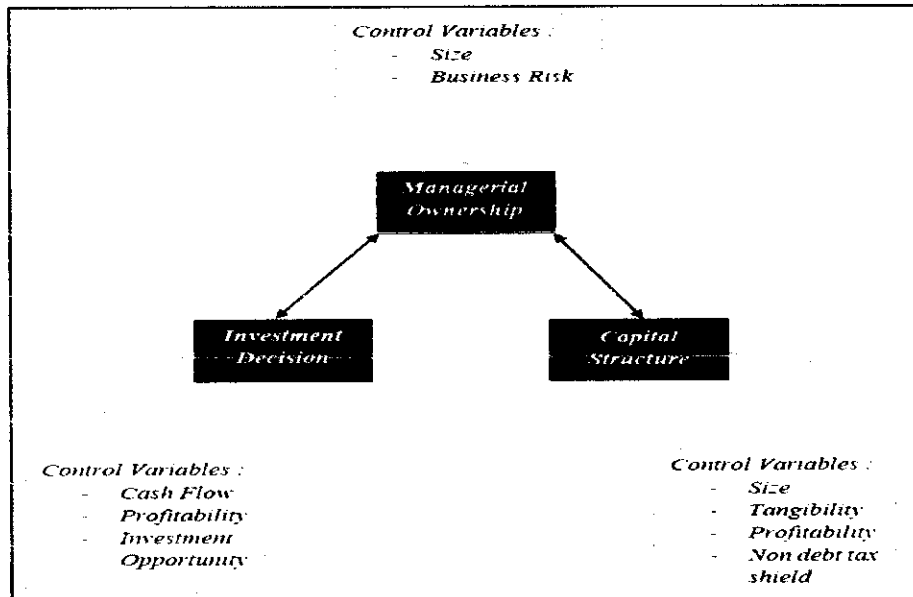
LEV : *Capital structure* yang diukur dengan *leverage*

- INV : *Investment decision*
- Tang : *Tangibility*
- Prof : *Profitability*
- NDTS : *Non debt tax shield*
- BR : *Business Risk*
- CF : *Cash Flow*
- IO : *Investment Opportunity*

Variabel kontrol dari kepemilikan manajerial berdasarkan penelitian Sun (2015) dan Affendi (2014) yaitu ukuran perusahaan (*SIZE*) dan risiko bisnis (BR). Kemudian variabel kontrol dari *capital structure* merujuk pada beberapa hasil penelitian sebelumnya yaitu Sun (2015) dan Mustansar dkk (2018) dimana variabel kontrolnya antara lain ukuran suatu perusahaan (*SIZE*), *tangibility*, *profitability*, dan *non debt tax shield*. Variabel kontrol dari *investment decision* merujuk pada beberapa hasil penelitian sebelumnya yaitu Vijayakumaran dkk (2020), Prasetya dkk (2019) dan Weihei (2018), yang mana variabel kontrolnya adalah *cash flow*, *profitability* dan *investment opportunity* (IO).

2.2.2 Model keterkaitan variabel

Model keterkaitan antara ketiga variabel endogen yaitu keputusan investasi, struktur modal, dan kepemilikan manajerial dapat dilihat pada gambar 2.1.



Gambar 2.1 Model pengaruh antara *Investment Decision*, *Capital Structure*, dan *Managerial Ownership*

2.3 Penelitian Terdahulu

1. Pengaruh antara *Managerial Ownership* dengan *Capital Structure*

Dalam penelitian yang akan dilakukan, *capital structure* diukur dengan menggunakan *leverage*. Ismiyanti (2008) menerangkan perusahaan akan memperhatikan *trade off* untuk menerapkan mekanisme kontrol melalui struktur *Managerial Ownership* dan *Capital Structure*. Kedua hal tersebut merupakan salah satu mekanisme utama dalam mengendalikan tindakan manajerial yang mana mekanisme tersebut akan memiliki efek substitusi karena masing – masing memiliki biaya yang cukup besar sehingga terdapat *interdependence negative relationship* antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Penjelasan tersebut didukung dengan Sun (2015) yang memaparkan jika tingkat *managerial ownership* kecil maka perusahaan akan memperbesar pemakaian *leverage*. Hal ini dikarenakan peningkatan hutang dapat mengurangi insentif manajerial untuk terlibat dalam aktivitas yang

tidak optimal dan mendukung *interest alignment theory* (Jensen & Meckling, 1976) atau biasa disebut dengan *convergence – interest hypothesis* dalam kaitannya dengan penyelarasan kepentingan di antara dua pihak yaitu manajemen serta *shareholder*. Sedangkan pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi maka tingkat penggunaan hutang rendah dikarenakan manajemen perusahaan akan cenderung mengejar kepentingannya sendiri. Dengan kata lain manajemen akan melindungi kepentingan pribadinya dari risiko kebangkrutan sehingga penggunaan hutang cenderung rendah.

Hal ini juga sejalan dengan penelitian (Mustansar, 2018) ketika *managerial ownership* rendah, maka perusahaan cenderung akan menggunakan hutang yang tinggi. Sebab manajer dan pemilik akan menyelaraskan kepentingan dengan cara menggunakan hutang guna menaikkan nilai perusahaan. Karena salah satu tugas pihak manajemen yaitu untuk menentukan struktur permodalan yang sesuai dengan tujuan akhir *value – maximizing* dan hal tersebut selaras dengan kepentingan mereka (*convergence-interest effect*). Namun ketika *managerial ownership* tinggi maka penggunaan hutang rendah, sebab manajemen mengejar kepentingan mereka sendiri dan menurunkan tingkat hutang untuk menghindari pemantauan, resiko kesulitan keuangan dan kebangkrutan sehingga hasil ini tidak selaras dengan *convergence-interest effect*.

H₁ : *Managerial ownership* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

2. Pengaruh antara *Managerial Ownership* dengan *Investment Decision*

Managerial Ownership mempengaruhi keputusan investasi khususnya

terjadi dalam jangka pendek. Terdapat pengaruh yang positif antara *managerial ownership* dengan *Investment Decision*, yang berarti apabila tingkat kepemilikan manajerial meningkat maka tingkat investasi juga akan meningkat (Vijayakumaran, 2021). Terdapat pengaruh langsung maupun tidak langsung pada kepemilikan manajerial terhadap keputusan investasi. Pengaruh secara langsung yaitu jika kepemilikan manajerial meningkat maka akan mengurangi *agency conflict* atas keputusan investasi yang dilakukan dengan menyelaraskan insentif kedua belah pihak baik manajer ataupun pemegang saham, karena ketika tingkat *managerial ownership* meningkat, mereka akan menginternalisasi setidaknya sebagian biaya serta manfaat dari keputusan yang dibuat sehingga hal ini selaras dengan *convergence-interest effect*. Disisi lain, efek tidak langsungnya adalah dengan bertindak sebagai bentuk jaminan yang kredibel bagi pemberi pinjaman dan menandakan kualitas proyek investasi di pasar modal, kepemilikan manajerial membantu mengurangi tingkat kendala keuangan yang dihadapi perusahaan.

Pada penelitian yang dilakukan oleh (Weihei, 2018) dijelaskan bahwa terdapat dua sisi untuk melihat pengaruh antara kepemilikan manajerial dengan keputusan investasi. Pertama dilihat dari hubungan kepemilikan manajerial dengan *overinvestment* yang memiliki hubungan negatif dan signifikan, manajemen yang bertindak juga sebagai pemilik perusahaan akan cenderung mencegah tindakan *overinvestment*. Hal ini dikarenakan manajemen memiliki tujuan tersendiri yaitu dengan memaksimalkan kekayaan mereka sendiri melalui pembagian dividen, sehingga keuntungan

yang didapat perusahaan tidak sepenuhnya digunakan untuk berinvestasi melainkan dibagikan kepada pemegang saham yang mana juga merupakan diri mereka sendiri atau dengan kata lain manajemen lebih mementingkan diri mereka sendiri. Kedua, dilihat dari hubungan kepemilikan manajerial dengan *underinvestment* yang memiliki hubungan positif dan signifikan. Manajemen yang juga merupakan pemilik akan sangat teliti serta mengedepankan kehati-hatian ketika menentukan keputusan yang dibuat sehingga hal ini menyebabkan pihak manajemen bertindak *underinvestment*. Sebab dengan kepemilikan saham yang dikuasai pihak manajemen, maka menimbulkan rasa memiliki yang kemudian penentuan keputusan untuk keberlangsungan perusahaan akan mengedepankan kehati-hatian hingga menyebabkan *underinvestment*. Disisi lain, apabila manajemen melakukan pemberian dividen yang tinggi terhadap pemegang saham, akan membuat semakin menurun tingkat investasi yang dilakukan karena dana telah dialokasikan pada dividen.

H₂ : *Managerial ownership* berpengaruh positif terhadap *investment decision*.

3. Pengaruh *Size* terhadap *Managerial Ownership*

Dengan ukuran perusahaan yang kecil maka perusahaan akan meningkatkan profitabilitas guna dapat meningkatkan kepemilikan manajerial (Imanta, 2011). Oleh karenanya semakin besar ukuran perusahaan maka akan memicu semakin rendahnya tingkat *managerial ownership* sebab batasan untuk kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan semakin ditingkatkan. Sehingga semakin kuat keinginan perusahaan untuk memperbesar ukuran dari

perusahaan itu sendiri tentunya berbagai tindakan harus dilakukan agar mampu mendapatkan kepercayaan masyarakat terhadap kinerja yang dilakukan perusahaan (Farida, 2014). Sehingga terhadap pengaruh negatif antara *size* dengan *managerial ownership*.

H₃: *Size* berpengaruh negatif terhadap *Managerial Ownership*

4. Pengaruh *Business Risk* terhadap *Managerial Ownership*

Business risk merupakan suatu variabilitas atau ketidakpastian pendapatan operasional yang dihadapi perusahaan. Terdapat pengaruh negatif antara *business risk* dengan *managerial ownership* (Erkaningrum, 2013). Ketika suatu perusahaan menggunakan hutang dalam pendanaannya, maka risiko bisnis dan keuangan akan ditanggung oleh pemegang saham. Jika manajemen juga merupakan pemegang saham maka secara tidak langsung manajemen akan menanggung risiko bisnis tersebut. Sehingga hal ini membuat manajemen enggan. Oleh sebab itu apabila risiko bisnis dalam suatu perusahaan tinggi cenderung tingkat kepemilikan manajerial rendah karena pihak manajemen akan berusaha membatasi dirinya untuk menjadi pemegang saham.

Namun di sisi lain, dijelaskan bahwa terhadap pengaruh positif antara risiko bisnis dengan kepemilikan manajerial (Affendi, 2014). Kepemilikan manajemen (*managerial ownership*) yang tinggi dapat menimbulkan konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi, sehingga menimbulkan ketidaksesuaian dan meningkatkan risiko perusahaan.

H₄: *Business Risk* berpengaruh positif terhadap *Managerial Ownership*

5. Pengaruh *Size* terhadap *Leverage*

Perusahaan yang memiliki *size* yang cukup besar maka memiliki kecenderungan untuk penggunaan hutang yang semakin meningkat. Terdapat beberapa alasan seperti perusahaan besar lebih dapat mendiversifikasi proyek investasi secara lebih luas, akses ke pasar modal lebih mudah, diberikan peringkat kredit yang lebih tinggi dalam penerbitan hutang, meminjam dengan tingkat suku bunga yang menguntungkan (Moradi, 2019). Perusahaan besar dapat menggunakan lebih banyak hutang dibandingkan perusahaan kecil. Selain itu, kapasitas pembayaran utang perusahaan besar cukup baik. Di sisi lain, perusahaan besar juga relatif lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, yang akan mendorong kreditur untuk meminjamkan.

Hal ini juga didukung temuan dalam penelitian (Larry, 2019) yang mana *size* secara positif berpengaruh terhadap *leverage*. Perusahaan besar umumnya memiliki risiko kebangkrutan yang lebih rendah karena mereka dapat mengakses lebih banyak pembiayaan dan memiliki lebih banyak fleksibilitas dalam relokasi aset daripada perusahaan kecil. Selain itu, perusahaan besar sering mengalami lebih sedikit kesulitan keuangan.

H₅: *Size* berpengaruh positif terhadap *leverage*

6. Pengaruh *Tangibility* terhadap *Leverage*

Perusahaan dengan aset yang lebih berwujud lebih menguntungkan ketika ingin melakukan pinjaman. Perusahaan dengan aset berwujud yang besar memiliki risiko gagal bayar yang relatif rendah dan akan menggunakan lebih banyak hutang, karena aset berwujud ini dapat digunakan sebagai jaminan

untuk pinjaman dari pemilik hutang, selain itu pihak pemberi pinjaman juga akan merasa lebih aman karena jaminan yang diberikan (Moradi, 2019).

Dalam penelitian yang dilakukan (Mustansar, 2018) juga menemukan adanya pengaruh positif antara *Leverage* dan *tangibility*. Aset berwujud tersebut berfungsi sebagai perlindungan bagi kreditor sebab bisa dipakai sebagai bentuk jaminan atas hutang yang diberikan jika terjadi kemungkinan gagal bayar. Selain itu, penerbitan hutang yang dijamin dengan aset berwujud akan mengurangi *asymmetry information* sehubungan dengan biaya pendanaan.

H₆ : *Tangibility* berpengaruh positif terhadap *Leverage*

7. Pengaruh *Profitability* terhadap *Leverage*

Profitabilitas dapat mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan. Jika profit tersebut diberikan kepada *shareholder*, hal tersebut akan menimbulkan kebutuhan dana eksternal bagi perusahaan yang pada akhirnya penggunaan hutang akan dilakukan. Keuntungan yang ditahan (*retained earning*) akan membuat perusahaan memiliki dana guna tambahan modal perusahaan sehingga struktur permodalan akan berubah dan pemakaian hutang akan berkurang.

Terdapat pengaruh negatif antara *profitability* dan *leverage* (Larry, 2019) yang mana hasil tersebut konsisten dengan *pecking order theory* yang menyarankan, perusahaan meningkatkan modal yaitu pertama dengan menggunakan keuntungan yang ditahan selanjutnya pemakaian hutang dan tahap akhir yang dijadikan alternatif dengan menerbitkan ekuitas baru atau

dengan kata lain perusahaan yang menguntungkan mengambil laba ditahan ketika menghadapi kebutuhan pembiayaan. Temuan ini didukung penelitian (Moradi, 2019) yang mengindikasikan adanya pengaruh secara negatif antara *profitability* dan *leverage*. Ini memberikan bukti bahwa penggunaan laba ditahan menjadi prioritas tertinggi di atas pilihan lain untuk kebutuhan pembiayaan perusahaan.

H₇ : Profitability berpengaruh negative terhadap leverage

8. Pengaruh *Non – Debt Tax Shield* terhadap *Leverage*

Pengurangan pajak dari depresiasi menggantikan manfaat pajak dari pembiayaan kredit. Ini berarti bahwa jika perusahaan memiliki *non debt tax shield* (NDTS) yang tinggi, perusahaan tidak perlu menggunakan utang yang tinggi (Ramli, 2019). NDTS ini muncul karena perusahaan mengeluarkan biaya penyusutan karena penggunaan aset, terutama aset tetap. Satu manfaat yang diterima perusahaan dari penggunaan utang dalam keuangannya adalah adanya penghematan pajak yang terkait dengan bunga yang dibayarkan. Pada penelitian (Marlina, 2018) juga disebutkan adanya pengaruh negatif antara *Non Debt Tax Shield* dan *leverage*, sebab biaya depresiasi bisa dipakai sebagai pengganti *tax shield* yang berasal dari beban hutang sehingga pemakaian hutang perusahaan tidak perlu lagi terlalu besar untuk memperoleh *tax shield*. NDTS menentukan penggunaan modal yang bukan berasal dari hutang melainkan dari biaya depresiasi serta amortisasi menuju ke laba rugi.

H₈ : Non Debt Tax Shield berpengaruh negatif terhadap leverage.

9. Pengaruh *Cash Flow* terhadap *Investment Decisions*

Laporan arus kas menjadi salah satu indikator penting untuk memberikan wawasan tentang keberlanjutan bisnis perusahaan. Hal ini karena laporan arus kas mencakup pemasukan serta pengeluaran kas perusahaan secara menyeluruh. Arus kas itu sendiri merupakan sumber pendanaan internal bagi perusahaan. Oleh sebab itu, Semakin besar arus kas yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula investasi yang akan dilakukan perusahaan (Jung, 2018). Penelitian ini didasarkan pada asumsi *pecking order theory*, karena modal untuk kegiatan investasi perusahaan tidak akan diperoleh sepenuhnya dengan hutang, karena penggunaan hutang yang semakin tinggi maka kewajiban beban bunga yang harus dibayar juga semakin tinggi. Oleh karena itu, terdapat pengaruh positif antara *cash flow* dengan *investment decisions* (Sheikh, 2020).

H₉: *Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Investment Decisions*

10. Pengaruh *Profitability* terhadap *Investment Decisions*

Saat perusahaan memiliki laba atau keuntungan yang cukup signifikan maka dana tersebut dapat dialokasikan untuk kegiatan investasi di masa yang akan datang. *Profitability* sangat erat kaitannya dengan sesuatu yang didapatkan perusahaan serta mampu memengaruhi ketersediaan laba ditahan yang bisa dipakai untuk mencukupi kebutuhan investasi. Oleh sebab itu terdapat pengaruh positif antara *profitability* dengan *Investment decisions* (Prasetya, 2019), perusahaan dengan prospek menguntungkan akan cenderung memanfaatkan dana internal yang bersumber dari keuntungan dibandingkan

dengan hutang (*eksternal financing*) yang mana hal ini juga sesuai dengan *pecking order theory* terkait hierarki penggunaan dana oleh perusahaan. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Mursalim, 2015).

H₁₀ : *Profitability* berpengaruh positif terhadap *Investment decisions*

11. Pengaruh *Investment Opportunity* terhadap *Investment Decisions*

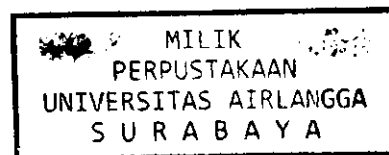
Investment Opportunity Set (IOS) atau Kesempatan investasi dijelaskan sebagai komponen dari *value of the firm* yang merupakan hasil dari berbagai pilihan dalam membuat investasi di masa mendatang. Peluang investasi berdasarkan *book to market ratio* diyakini menjadi metrik yang cukup cocok untuk digunakan dalam mengukur peluang investasi suatu perusahaan karena rasio tersebut terkait dengan harga saham. Semakin tinggi harga saham maka semakin mudah bagi perusahaan untuk menarik investor untuk membeli sahamnya. Pada akhirnya hal ini akan berdampak pada peningkatan modal usaha, dimana usaha dapat menggunakan tambahan modal untuk berinvestasi yang pada akhirnya dapat meningkatkan aset usaha (Prasetya, 2019). Oleh karena itu, jika ada peluang investasi yang menguntungkan, manajemen akan berusaha memanfaatkan peluang tersebut untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Sehingga terdapat pengaruh positif antara *investment opportunity* dengan *investment decisions* (Rahmiati, 2015).

H₁₁ : *Investment opportunity* berpengaruh positif terhadap *Investment Decision*



BAB 3

METODE PENELITIAN



BAB 3

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Pada penelitian ini digunakan jenis penelitian kuantitatif. Dimana metode kuantitatif mengarahkan sejumlah besar kegiatan untuk mengukur konsep melalui skala secara langsung maupun tidak langsung dengan memberikan nilai numerik, yang kemudian digunakan dalam perhitungan statistik dan pengujian hipotesis (Zikmund, 2013 : 9Ed).

Penelitian kuantitatif bertujuan untuk mengembangkan model matematis yang tidak hanya sekedar menggunakan teori, namun juga membangun hipotesis yang berhubungan dengan fenomena yang terjadi (Bangun, 2015).

3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel intrinsik/endogen (dependen) dan variabel ekstrinsik/eksogen (variabel independen) termasuk di dalamnya variabel kontrol. Variabel endogen adalah fokus utama pada penelitian ini yang terdiri dari *Managerial Ownership*, *Capital Structure* dan *Investment Decision*. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian sebagai variabel penjelas adalah *size*, *tangibility*, *profitability*, *non-debt tax shield*, *cash flow*, *investment opportunity* dan *business risk*. Persamaan simultan memunculkan adanya masalah *endogeneity* yaitu variabel tergantung pada suatu persamaan akan dapat menjadi variabel independen dalam persamaan yang lain. Variabel dalam persamaan simultan (*managerial ownership*) yaitu kepemilikan manajerial sebagai variabel endogen atau tergantung sedangkan

capital structure dan *investment decision* sebagai variabel eksogen serta *size* dan *business risk* sebagai variabel kontrol.

Di bawah ini dijelaskan definisi operasional masing – masing variabel beserta pengukurannya diantaranya :

3.2.1 *Managerial Ownership*

Managerial Ownership merupakan pihak manajemen (direksi, komisaris, atau direktur) yang turut berperan aktif dalam penentuan kebijakan di dalam perusahaan, serta bertindak sebagai pemegang saham (Mulyono, 2009). Dalam penelitian ini, tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajerial dapat dilihat dari perbandingan total saham yang didapatkan manajemen terhadap total saham yang beredar (Vijayakumaran, 2020). Kepemilikan manajerial dihitung menggunakan presentase kepemilikan saham manajemen pada akhir periode akuntansi, dimana kepemilikan saham manajemen dan total saham beredar diperoleh dari catatan atas laporan keuangan yang telah diaudit. Data kepemilikan manajerial diambil dari tahun 2006 – 2020 untuk 14 perusahaan yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Managerial Ownership} = \frac{\text{Saham yang dimiliki Manajemen}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

3.2.2 *Capital Structure*

Capital Structure merupakan suatu komponen yang gunanya untuk memenuhi kebutuhan modal atau pengeluaran secara terus menerus dari suatu perusahaan, dan dana tersebut diperoleh dari kombinasi sumber-sumber dari dalam dan luar perusahaan (Ghasarma, 2017). Pada penelitian ini, struktur modal diukur dengan indikator *leverage*. Dimana *leverage* (hutang) merupakan salah

satu sumber pendanaan eksternal yang sering digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dana (Purnianti, 2016). Rasio *leverage* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Debt to Asset Ratio* (DAR). Rasio ini digunakan mengingat bahwa kecenderungan pinjaman suatu perusahaan pada umumnya didasarkan pada jumlah aset yang dapat digunakan sebagai jaminan, sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Debt to Asset Ratio(DAR)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total asset}}$$

3.2.3 Investment Decision

Keputusan investasi yang dibuat oleh manajemen merupakan suatu aksi manajemen yang bertujuan untuk menentukan sumber modal bagi suatu perusahaan dalam jangka waktu tertentu dengan harapan akan memperoleh keuntungan selama jangka waktu tersebut (Rahmiati, 2015). Dengan kata lain, keputusan investasi mencerminkan tingkat investasi dalam bisnis (Ullah, 2017). Keputusan investasi dapat dilihat dari aspek *growth opportunities* yaitu keputusan investasi dengan basis aktiva tetap perusahaan yaitu penambahan atau pengurangan aktiva tetap perusahaan (Wahyuni, 2015). Dalam penelitian ini, tingkat investasi dihitung sebagai perubahan aset tetap dari suatu perusahaan yang dirumuskan dengan :

$$INVS = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$$

Keterangan :

TA_t : total aktiva (aset) tahun berjalan

TA_{t-1} : total aktiva (aset) tahun sebelumnya

3.2.4 Size

Pada dasarnya ukuran suatu perusahaan adalah kumpulan dari beberapa kelompok perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan ukuran yang dapat digunakan perusahaan untuk menggambarkan suatu perusahaan berdasarkan total aset perusahaan. (Moradi, 2019). Peneliti menggunakan total aset sebagai tolak ukur dikarenakan total aset di dalam suatu perusahaan mampu menunjukkan seberapa banyak aset yang dimiliki dan dikelola oleh perusahaan tersebut sehingga mampu mencerminkan ukuran suatu perusahaan (Shelly, 2015). Total aset diambil dari jumlah pada akhir periode dalam laporan keuangan perusahaan yang telah di audit. Dengan demikian ukuran perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$Firm\ Size = Ln\ TotalAssets$$

3.2.5 Business Risk

Risiko bisnis adalah ketidakpastian atau ancaman yang harus dihadapi perusahaan dalam menjalankan bisnis. Dalam penelitian ini, variabel risiko bisnis diukur sebagai standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dibagi dengan total aset. *Business Risk* dikaitkan dengan suatu ketidakpatian atau ancaman yang harus (Effendi, 2014). EBIT dipakai karena mampu mengidentifikasi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang cukup agar lebih menguntungkan, dapat membayar hutang serta mampu membiayai kegiatan operasional yang sedang berjalan (Erkaningrum, 2013). Peneliti memperoleh nilai EBIT dari laporan laba rugi keuangan perusahaan, sehingga *business risk* dapat dirumuskan menjadi :

$$\text{Business Risk} = STDEV \frac{EBIT}{\text{Total Assets}}$$

3.2.6 Tangibility

Tangibility dapat dipahami sebagai komponen aset bisnis yang dapat menunjukkan seberapa besar aset bisnis dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman (Vinh, 2017). Dengan kata lain *tangibility of assets* merupakan suatu ukuran untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva berwujud yang digunakan untuk kegiatan operasionalnya (Fadilla, 2014). Peneliti mengukur *tangibility* menggunakan total aktiva tetap dibagikan dengan total aktiva. Semakin besar total aktiva tetap yang dimiliki suatu perusahaan maka akan semakin banyak aset tetap yang mampu dijadikan jaminan untuk penambahan modal perusahaan, sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Tangibility} = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

3.2.7 Profitability

Profitability dikaitkan dengan bagaimana suatu perusahaan mampu menghasilkan laba dalam kegiatan bisnisnya. Pengukuran *profitability* pada penelitian ini menggunakan *Return on Assets* (ROA). Peneliti menggunakan rasio tersebut dikarenakan rasio ini memungkinkan untuk mengukur sejauh mana berbagai aset perusahaan dapat menghasilkan keuntungan (Alipour, 2015). *Return on Assets* (ROA) didapatkan dari nilai EBIT dibagikan dengan total aset. Peneliti memperoleh nilai EBIT dari laporan laba rugi keuangan perusahaan pada akhir tahun. Rasio tersebut dapat dirumuskan dengan :

$$ROA = \frac{\text{Earnings before interest and tax (EBIT)}}{\text{Total Assets}}$$

3.2.8 *Non – Debt Tax Shield*

Merupakan instrumen pengganti (substitusi) biaya bunga yang akan berkurang saat memperhitungkan pajak atas laba yang diperoleh perusahaan (Natasari, 2014). Pengurangan pembayaran pajak penghasilan selain utang usaha karena beban non tunai yaitu depresiasi dan amortisasi. Perlindungan pajak tanpa utang dapat dihitung dari tingkat depresiasi dan amortisasi untuk tahun tersebut terhadap total aset (Moradi, 2019). *Non Debt Tax Shield* merupakan struktur modal yang dapat digunakan sebagai *tax shield* yang bukan berasal dari hutang, melainkan berupa pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi terhadap laba rugi (Djumahir, 2005). NDTS dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$NDTS = \frac{\text{Total biaya depresiasi dan amortisasi}}{\text{Total aset}}$$

3.2.9 *CashFlow*

Cash Flow yang dimaksud yaitu arus kas dari aktivitas operasi (*operating cash flow*). Arus kas operasi adalah arus kas bisnis dari aktivitas operasi dalam suatu bisnis (Prasetya, 2019). Rasio arus kas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Free cash flow* suatu perusahaan. Dimana nilai *free cash flow* didapatkan dari laporan arus kas dengan mengambil data arus kas pada aktivitas operasi dikurangi dengan nilai *capital expenditures* yang didapatkan dari laporan arus kas bagian investasi pada akhir tahun (Salim, 2019). Sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Free Cash Flow} = \text{cash flow from Operational} - \text{capital expenditures}$$

3.2.10 *Investment Opportunity*

Investment opportunity pada penelitian ini diukur dengan menggunakan *book to market ratio* (BM). *Book to market ratio* adalah nilai buku saham suatu perusahaan dibandingkan dengan nilai pasarnya di pasar modal (Famma,1992). *Book value of equity* diambil dari laporan posisi keuangan pada bagian jumlah ekuitas pada akhir tahun sedangkan untuk *stock market value* diambil nilai *closing price* suatu perusahaan dikalikan dengan jumlah saham yang beredar pada akhir periode. Jika suatu perusahaan memiliki nilai BM yang tinggi maka dapat menjelaskan atau mengidentifikasi rendahnya peluang investasi bagi perusahaan dan begitu juga sebaliknya (Prasetya, 2019).

$$\text{Book to Market value} = \frac{\text{Book value of Equity}}{\text{Stock Market Value}}$$

3.3 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini adalah menggunakan data sekunder. Data sekunder adalah data dari pihak lain atau sumber yang ada seperti buku, jurnal, catatan, berita, arsip yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan.

Sumber data pada penelitian ini berasal dari laporan keuangan perusahaan berdasarkan periode penelitian tertentu yang diperoleh dari situs web www.idx.co.id yang kemudian diolah lebih lanjut agar mendapatkan hasil dan bisa diinterpretasikan.

3.4 Populasi dan Sampel Penelitian

Dalam pengertiannya populasi merupakan keseluruhan elemen yang memiliki karakteristik yang serupa serta bisa memberikan jawaban atas pertanyaan penelitian (Zikmund; 9th edition). Populasi dari penelitian ini yakni industri

manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2006-2020.

Sedangkan sampel merupakan bagian dari populasi. Penelitian ini mengarah terhadap *non-probability sampling* yang mana setiap anggota populasi belum tentu memiliki kesempatan yang sama untuk terpilih, tergantung dari kriteria yang paling cocok untuk penelitian (Zikmund; 9th edition). Sedangkan untuk metodenya, peneliti menggunakan *Judgement sampling*. *Judgement sampling* adalah suatu teknik pengambilan sampel dengan kriteria tertentu yang ditentukan oleh peneliti. Oleh sebab itu terdapat beberapa kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini, antara lain :

1. Perusahaan yang tercatat di BEI pada tahun 2006-2020
2. Perusahaan termasuk dalam sektor non-keuangan (perusahaan manufaktur)
3. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan (*financial report*) lengkap pada tahun 2006-2020
4. Perusahaan memiliki data *managerial ownership* pada tahun 2006-2020

3.5 Metode Pengumpulan Data

Jenis data yang diperlukan adalah data sekunder. Metode pencarian literatur dan metode dokumentasi akan digunakan sebagai metode pengumpulan data. Metode pembelajaran perpustakaan adalah membaca, belajar *text book* maupun jurnal yang berkaitan dengan penelitian. Sedangkan metode dokumentasi pada penelitian ini yakni memperoleh data berdasarkan pada data laporan keuangan perusahaan yang telah dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) pada website www.idx.co.id.

3.6 Metode Analisis Data

Uji hipotesis pada penelitian ini menggunakan regresi data panel Model 2 dan Model 3 serta model Persamaan Simultan Model 1. Persamaan pada Model 1 disebut simultan karena terdapat interaksi antara variabel intrinsik dan variabel ekstrinsik. Estimasi model dilakukan dengan menggunakan metode estimasi *Two Stage Least Square* (TSLS). Metode ini digunakan ketika model persamaan Simultan diidentifikasi secara berlebihan (*overidentified*). Aplikasi yang digunakan untuk pengujian statistik dalam penelitian ini adalah SPSS. Model atau persamaan dalam penelitian ini adalah :

Equation 1 :

$$MO = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 INV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BR_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

Equation 2 :

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 tang_{i,t} + \beta_4 Prof_{i,t} + \beta_5 NDTS_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

Equation 3 :

$$INV = \gamma_0 + \gamma_1 MO_{i,t} + \gamma_2 CF_{i,t} + \gamma_3 Prof_{i,t} + \gamma_4 IO_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan :

- α, β, γ : konstanta
- MO : *Managerial Ownership*
- LEV : *Leverage*
- Inv : *Investment Decision*
- NDTS : *Non – Debt Tax Shield*
- CF : *Cash Flow*
- IO : *Investment Opportunity*

Size : Ukuran perusahaan

Tang : *Tangibility*

Prof : *Profitability*

BR : *Business Risk*

Identifikasi masalah dilakukan dengan pengujian *ordercondition*. Berikut mekanisme pengujian tersebut:

$(K - k) = (m - 1)$; *exactly identified*

$(K - k) > (m - 1)$; *over identified*

$(K - k) < (m - 1)$; *under identified*

Keterangan:

K : jumlah variabel predetermined meliputi variabel eksogen sekarang dan variabel endogen waktu lampau dalam model

k : jumlah variabel predetermined dalam persamaan tertentu

m : jumlah variabel eksogen sekarang dalam persamaan tertentu

Dirumuskan model yang terdiri dari tiga persamaan yaitu:

Equation 1 :

$$MO = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 INV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

Equation 2 :

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 tang_{i,t} + \beta_4 Prof_{i,t} + \beta_5 NDTS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

Equation 3 :

$$INV = \gamma_0 + \gamma_1 MO_{i,t} + \gamma_2 CF_{i,t} + \gamma_3 Prof_{i,t} + \gamma_4 IO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

Dimana :

K : 10 variabel (seluruh variabel dari semua persamaan baik variabel eksogen, endogen dan termasuk juga variabel kontrol)

K : variabel di setiap persamaan;

Equation 1 : k = MO, LEV, INV, SIZE, BR

Equation 2 : k = LEV, MO, Size, Tang, Prof, NDTS

Equation 3 : k = INV, MO, CF, Prof, IO

M = variabel endogen (MO, LEV, INV)

Sehingga hasil dari identifikasi masalah adalah :

Equation 1 : $10 - 5 > 3 - 1$; *over identified*

Equation 2 : $10 - 6 > 3 - 1$; *over identified*

Equation 3 : $10 - 5 > 3 - 1$; *over identified*

Karena ketiga persamaan tersebut merupakan *over identified* maka *two stage least squares* (TSLS) dapat digunakan pada persamaan yang ada.

3.7 Pengujian Asumsi Klasik

Uji hipotesis klasik digunakan untuk mengetahui kelayakan model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Berikut adalah uraian mengenai uji hipotesis klasik (Ghozali, 2011) :

1. Uji Normalitas

Metode uji untuk memeriksa apakah setiap variabel berdistribusi normal dalam model regresi yang disertakan dalam survei. Uji normalitas diperlukan karena digunakan untuk menguji variabel lain dengan asumsi residual mengikuti distribusi normal. Dasar keputusan pada uji normalitas

adalah:

- a. Jika data menyebar secara diagonal dan searah, atau jika histogram menggambarkan pola yang terdistribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data keluar jalur dan/atau tidak mengikuti arah diagonal ataupun histogram, maka data tidak akan menunjukkan pola terdistribusi normal dan model regresi tidak mengasumsikan normalitas.

Tes normalitas berbasis grafik dapat menyesatkan dan terlihat normal secara visual, tetapi dapat berbeda secara statistik. Oleh karena itu, disarankan juga menggunakan uji statistik selain uji grafis. Uji normalitas yang digunakan yaitu uji statistik non-parametik *Kolmogorov-Smirnov Test*. Tingkat kesalahan (α) diatur ke 0,05 ($\alpha = 5\%$). Secara konvensi, jika taraf signifikansi $> 0,05$ maka data akan berdistribusi normal. Sedangkan, pada taraf signifikansi $\leq 0,05$, data tidak berdistribusi normal.

2. Uji Multikolinearitas

Digunakan untuk melihat apakah suatu persamaan berkorelasi atau memiliki hubungan yang kuat antara dua atau lebih variabel bebas. Gejala multikolinearitas adalah koefisien determinasi (R^2) yang tinggi, tetapi tidak ada regresi parsial yang signifikan.

Konsekuensi dari model regresi multikolinearitas adalah standar error estimasinya akan cenderung meningkat seiring dengan peningkatan variabel eksogen. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas dapat dilakukan dengan memeriksa *nilai tolerance dan variance inflation (VIF)*. *Tolerance*

mengukur perubahan variabel independen yang dipilih yang tidak dijelaskan oleh variabel lain. Oleh karena itu, nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF = 1/Tolerance$). Batas VIF adalah 10 dan nilai *tolerance* adalah 0,1. Salah satu tanda multikolinearitas adalah jika VIF lebih besar dari 10. Sebaliknya, jika nilai VIF kurang dari 10, maka tidak ada masalah multikolinearitas.

3. Uji Heteroskedastisitas

Suatu pengujian yang mengasumsikan bahwa populasi variabel endogen yang berhubungan dengan variabel eksogen yang berbeda memiliki varians yang sama atau dengan kata lain uji varians yang bertujuan untuk memeriksa ada tidaknya ketidaksamaan dalam model regresi tentang varians dari residual dari satu pengamatan ke yang lainnya. Akibat pelanggaran uji ini, varians dari koefisien regresi yang diestimasi tidak lagi minimal.

Cara mendeteksi untuk mengetahui ada atau tidaknya masalah heteroskedastisitas yaitu dengan melihat grafik *scatterplot*. Pada output, jika titik-titik tersebut membentuk pola tertentu, hal ini menunjukkan terjadinya varians variabel, tetapi jika titik-titik pada *scatterplot* menyebar di atas dan di bawah nol, ini menunjukkan bahwa tidak ada perubahan varians.

4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi diartikan sebagai terjadinya korelasi antara data yang diamati karena terjadinya data dipengaruhi oleh data sebelumnya. Jika terdapat autokorelasi, maka koefisien korelasi yang dihasilkan akan kurang tepat. Penentuan statistik gejala autokorelasi dapat dilakukan dengan

mempertimbangkan besarnya bilangan *Durbin-Watson* (DW). Nilai batas bawah (d_l) dan batas atas (d_u) daerah pengujian *Durbin-Watson* (DW) didapat dari tabel *Durbin-Watson* dengan taraf signifikansi tertentu. Kriteria pengujian *Durbin-Watson* (DW) dapat dilihat pada tabel 3.1

Tabel 3.1Kriteria pengujian *Durbin-Watson* (DW)

Daerah Pengujian	Kesimpulan
batas atas (d_u) < DW < (4 - d_u)	Tidak terdapat autokorelasi
DW < batas bawah (d_l)	Terdapat autokorelasi positif
DW > (4 - d_l)	Terdapat autokorelasi negatif
$d_l \leq DW \leq d_u$	Tidak dapat disimpulkan
4 - $d_u \leq DW \leq 4 - d_l$	Tidak dapat disimpulkan

3.8 Pengujian Hipotesis

Diharapkan dapat diketahui variabel eksogen mana yang mempengaruhi variabel endogen, baik secara bersama-sama maupun sebagian. Pengujian yang diperlukan meliputi uji-t, uji-F, dan uji- R^2 .

1. Uji t-statistik (t-test)

Uji-t merupakan pengujian koefisien regresi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Uji ini dilakukan untuk menguji hipotesis ke I hingga dengan hipotesis ke II. Adapun hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut :

a. Pengaruh antara *Managerial Ownership* dengan *Capital Structure*

$H_{01} : \beta_1 \geq 0$, berarti tidak ada pengaruh negatif antara *Managerial ownership* dengan *leverage*.

$H_{a1} : \beta_1 < 0$, berarti terdapat pengaruh negatif antara *Managerial ownership*

dengan *leverage*.

b. Pengaruh antara *Managerial Ownership* dengan *Investment Decision*

$H_{02} : \gamma_1 \leq 0$, berarti tidak ada pengaruh positif antara *managerial ownership* dengan *investment decision*.

$H_{a2} : \gamma_1 > 0$, berarti terdapat pengaruh positif antara *managerial ownership* dengan *investment decision*.

c. Pengaruh *Size* terhadap *Managerial Ownership*

$H_{03} : \alpha_3 \geq 0$, berarti *size* tidak berpengaruh negatif terhadap *managerial ownership*.

$H_{a3} : \alpha_3 < 0$, berarti *size* berpengaruh negatif terhadap *managerial ownership*.

d. Pengaruh *Business Risk* terhadap *Managerial Ownership*

$H_{04} : \alpha_4 \leq 0$, berarti *Business Risk* tidak berpengaruh positif terhadap *managerial ownership*.

$H_{a4} : \alpha_4 > 0$, berarti *Business Risk* berpengaruh positif terhadap *managerial ownership*.

e. Pengaruh *Size* terhadap *Leverage*

$H_{05} : \beta_2 \leq 0$, berarti *size* tidak berpengaruh positif terhadap *leverage*.

$H_{a5} : \beta_2 > 0$, berarti *size* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

f. Pengaruh *Tangibility* terhadap *Leverage*

$H_{06} : \beta_3 \leq 0$, berarti *tangibility* tidak berpengaruh positif terhadap *leverage*.

$H_{a6} : \beta_3 > 0$, berarti *tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

g. Pengaruh *Profitability* terhadap *Leverage*

$H_{07} : \beta_4 \geq 0$, berarti *profitability* tidak berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

$H_{a7} : \beta_4 < 0$, berarti *profitability* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

h. Pengaruh *Non - Debt Tax Shield* terhadap *Leverage*

$H_{08} : \beta_5 \geq 0$, berarti *Non - Debt Tax Shield* tidak berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

$H_{a8} : \beta_5 < 0$, berarti *Non - Debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

i. Pengaruh *Cash Flow* terhadap *Investment Decision*

$H_{09} : \gamma_2 \leq 0$, berarti *cash flow* tidak berpengaruh positif terhadap *investment decision*.

$H_{a9} : \gamma_2 > 0$, berarti *cash flow* berpengaruh positif terhadap *investment decision*.

j. Pengaruh *Profitability* terhadap *Investment Decision*

$H_{010} : \gamma_3 \leq 0$, berarti *profitability* tidak berpengaruh positif terhadap *investment decision*.

$H_{a10} : \gamma_3 > 0$, berarti *profitability* berpengaruh positif terhadap *investment decision*.

k. Pengaruh *Investment Opportunity* terhadap *Investment Decision*

$H_{011} : \gamma_4 \leq 0$, berarti *Investment Opportunity* tidak berpengaruh positif terhadap *investment decision*.

$H_{a11} : \gamma_4 > 0$, berarti *Investment Opportunity* berpengaruh positif terhadap *investment decision*.

investment decision.

Toleransi 0,05 dan selang kepercayaan 0,95. Tingkat signifikansi pada penelitian ini adalah 5% ($\alpha = 0,05$). Dengan dasar pengambilan keputusan :

- a) Bila nilai signifikansi $< 0,05$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Artinya berpengaruh signifikan antara variabel bebas terhadap variabel terikat.
- b) Bila nilai signifikansi $> 0,05$, H_0 diterima dan H_a ditolak. Artinya tidak berpengaruh signifikan antara variabel bebas terhadap variabel terikat.

2. Uji F

Uji ini bertujuan untuk melihat apakah variabel bebas secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikat. Berikut hipotesis untuk melakukan uji

F:

H_0 : Variabel bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat

H_1 : Variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat

Guna mengetahui apakah H_0 ditolak atau gagal ditolak, lakukan perbandingan antara nilai F_{hitung} dan nilai F_{tabel} .

H_0 ditolak jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ atau signifikansi F lebih kecil dari $\alpha = 0,05$

H_0 diterima jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ atau signifikansi F lebih besar dari $\alpha = 0,05$

Nilai F_{hitung} dicari dengan rumus (Adetama, 2011):

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)}$$

3. Uji R^2

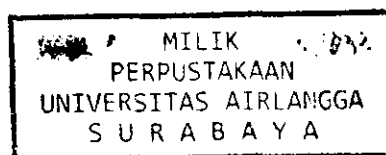
Koefisien determinasi (R^2) adalah ukuran persentase variasi total Y yang dijelaskan oleh model regresi. Rentang nilai untuk R^2 adalah 0 hingga 1 (0

$R^2 < 1$). Jika nilai R^2 regresi lebih tinggi atau mendekati 1, berarti model yang dihasilkan lebih reliabel atau model regresi telah diperbaiki. Sebaliknya jika nilai R^2 mendekati 0, berarti model tersebut tidak reliabel.



BAB 4

HASIL DAN PEMBAHASAN



BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Subjek Penelitian

Subjek pada penelitian ini adalah perusahaan sektor non-keuangan (manufaktur) yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Alasan memilih obyek ini adalah karena dalam pengambilan sampel tidak ada kendala kekurangan data yang bergantung pada variabel yang akan diuji, dan informasi yang akurat tentang industri tersedia untuk umum. Sumber data utama pada penelitian ini adalah *Annual Report* dan *Summary* dengan jenis data berupa kuantitatif. Data kuantitatif yang dipilih yaitu *Managerial Ownership*, *Capital Structure (leverage)*, *Investment decision*, *Size*, *Business Risk*, *Tangibility*, *Profitability*, *Non debt tax shield*, *Cash Flow*, dan *investment opportunity* tahun 2006 sampai 2020. Sumber data pada penelitian ini adalah data sekunder.

Subjek penelitian diseleksi berdasarkan kriteria tertentu. Jumlah perusahaan pada sektor manufaktur yang tercatat di BEI periode 2006-2020 sebanyak 120 perusahaan. Dilakukan penyeleksian, diperoleh 95 perusahaan yang tidak memiliki data kepemilikan manajerial, 11 perusahaan yang publikasi laporan keuangan tidak lengkap dari tahun 2006-2020. Dengan demikian jumlah sampel secara keseluruhan sebanyak 14 perusahaan.

Tabel 4.1 Mekanisme Pemilihan Sampel

Jumlah Populasi	120 Perusahaan
Seleksi:	
1. Perusahaan tidak memiliki data kepemilikan manajerial dalam periode 2006-2020	95 Perusahaan
2. Perusahaan tidak menyampaikan laporan keuangan perusahaan dengan lengkap dalam periode 2006 – 2020	11 Perusahaan
Jumlah Observasi Penelitian	14 Perusahaan
Dikalikan tahun (× 15 tahun)	210
Jumlah sampel yang digunakan	210

Pada tabel 4.1 diketahui bahwa terdapat jumlah 210 pengamatan yang akan dianalisis. Jumlah pengamatan tersebut berasal dari 14 perusahaan terpilih dari 120 perusahaan. Berdasarkan kriteria, perusahaan yang terpilih adalah:

Tabel 4.2 Daftar Nama Perusahaan

Nomor	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan
1	BRNA	PT Berlina, Tbk.
2	BRPT	PT Barito Pacific, Tbk.
3	BTON	PT Betonjaya Manunggal, Tbk.
4	DPNS	PT Duta Pertiwi Nusantara, Tbk.
5	INCI	PT Intanwijaya Internasional, Tbk.
6	LMPI	PT Langgeng Makmur Industri, Tbk.
7	LMSH	PT Lionmesh Prima, Tbk.
8	MLIA	PT Mulia Industrindo, Tbk.
9	PTSN	PT Sat Nusapersada, Tbk.
10	PYFA	PT Pyridam Farma, Tbk.
11	SKLT	PT Sekar Laut, Tbk.
12	SRSN	PT Indo Acidatama, Tbk.
13	ULTJ	PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Co, Tbk.
14	SSTM	PT Sunson Textille Manufacturer, Tbk.

Pada tabel 4.2 dapat kita ketahui perusahaan yang memiliki data kepemilikan manajerial dalam periode 2006 – 2020 dan mempublikasikan laporan keuangan perusahaan dengan lengkap selama periode 2006 – 2020.

4.2 Deskripsi Hasil Penelitian

Uji statistik deskriptif dilakukan untuk mengetahui gambaran umum obyek penelitian. Perhitungan statistik deskriptif pada penelitian ini terdiri dari nilai minimum, maksimum, mean, dan standar deviasi dari masing-masing variabel. Variabel dalam penelitian ini adalah *Managerial Ownership*, *Capital Structure (leverage)*, *Investment decision*, *Size*, *Business Risk*, *Tangibility*, *Profitability*, *Non debt tax shield*, *Cash Flow*, dan *investment opportunity*. Jumlah pengamatan dalam penelitian ini berjumlah 210. Distribusi statistik tiap variabel terdapat pada tabel 4.3 dibawah ini.

Tabel 4.3 Deskripsi Variabel

<i>Variabel</i>	<i>n</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>	<i>STDEV</i>
<i>Managerial Ownership</i>	210	0,000	0,933	0,192	0,244
<i>Capital Structure</i>	210	0,006	20,660	0,246	1,424
<i>Investment Decision</i>	210	-0,905	9,505	0,180	0,927
<i>Size</i>	210	10,424	18,531	13,392	1,620
<i>Business Risk</i>	210	0,015	2,960	0,140	0,284
<i>Tangibility</i>	210	0,028	4,698	0,410	0,358
<i>Profitability</i>	210	-0,133	11,587	0,108	0,799
<i>Non Debt Tax Shield</i>	210	0,013	3,329	0,407	0,322
<i>Cash Flow</i>	210	-1923856	5622210	76117,119	645141,609
<i>Investment Opportunity</i>	210	-16,669	199,194	4,470	15,656

Sumber : Olah data

Berikut ini penjelasan hasil olah data meliputi nilai minimal, maksimal, rerata, dan standar deviasi.

1. *Managerial Ownership*

Managerial Ownership (kepemilikan manajerial) merupakan rasio

kepemilikan saham suatu manajemen terhadap total saham yang beredar.

Diukur dengan jumlah rata-rata saham yang dikuasai oleh manajer yang dibagi dengan jumlah rata-rata saham yang diperdagangkan. Pada tabel 4.3, nilai *minimum* pada variabel *managerial ownership* sebesar 0,000, artinya terdapat perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajer di perusahaan tersebut. Sedangkan nilai *maximum managerial ownership* sebesar 0,933, artinya terdapat perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh manajemen sebesar 93,3%. Rata-rata (*mean*) variabel *managerial ownership* sebesar 0,192, artinya tidak sampai seperlima manajer memiliki saham perusahaan. Standar deviasi *managerial ownership* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 0,244.

2. *Capital Structure*

Capital Structure terkait dengan ekuilibrium dalam memenuhi kebutuhan belanja perusahaan secara permanen menggunakan dana yang diperoleh dari perpaduan sumber internal maupun eksternal perusahaan. Dalam penelitian ini *capital structure* diukur dengan *leverage* yang diprosikan menggunakan *Debt to Asset Ratio* (DAR). Berdasarkan tabel 4.3, nilai *minimum* variabel *Capital Structure* sebesar 0,006 yang berarti bahwa rasio utang terhadap asetnya sangat rendah. Nilai *maximum Capital Structure* sebesar 20,660 yang berarti rasio hutangnya hampir 21 kali aset yang dimiliki. Rata-rata variabel *Capital Structure* sebesar 0,246 yang berarti rerata rasio utang tidak mencapai seperempat dari asetnya. Standar deviasi *Capital Structure* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 1,424.

3. *Investment decision*

Investment decision merupakan aksi manajemen dalam pengambilan keputusan penggunaan sumber dana perusahaan untuk jangka waktu tertentu dengan maksud memperoleh keuntungan atau dengan kata lain keputusan investasi mencerminkan tingkat investasi dalam suatu perusahaan. Tingkat investasi digunakan sebagai proksi dalam mengukur variabel *investment decisions* tersebut. Pada tabel 4.3, terlihat bahwa nilai *minimum* variabel *investment decisions* sebesar -0,905 yang berarti bahwa terdapat perusahaan yang melakukan divestasi. Nilai *maximum investment decisions* sebesar 9,505. Rata-rata variabel *investment decisions* sebesar 0,19277. Standar deviasi *Investment decision* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 0,927033.

4. *Size*

Pada dasarnya ukuran perusahaan dikelompokkan menjadi beberapa kelompok antara lain besar, sedang maupun kecil. Skala pengelompokan perusahaan dikategorikan berdasarkan pada total aset perusahaan. Berdasarkan tabel 4.3, nilai *minimum* variabel *size* (ukuran perusahaan) sebesar 10,424 yang berarti bahwa perusahaan masih tergolong besar. Nilai *maximum* ukuran perusahaan sebesar 18,531. Rata-rata variabel ukuran perusahaan sebesar 13,392. Standar deviasi *size* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 1,620.

5. *Business Risk*

Business Risk dikaitkan dengan suatu ketidakpatian atau ancaman yang harus dilalui perusahaan pada saat menjalankan kegiatan bisnisnya. Dalam penelitian ini, variabel *business risk* diukur menggunakan standar deviasi dari

Earning before interest & Tax (EBIT) dibagi dengan total aset. Berdasarkan tabel 4.3, nilai *minimum* variabel *Business Risk* sebesar 0,015 yang berarti bahwa risiko atau ketidakpastian bisnisnya sangat rendah. Nilai *maximum Business Risk* sebesar 2,960 yang artinya risiko atau ketidakpastian bisnisnya tinggi. Rata-rata variabel *Business Risk* sebesar 0,140. Standar deviasi *Business Risk* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 0,283876.

6. *Tangibility*

Tangibility dapat diartikan komposisi aktiva perusahaan yang dapat menunjukkan besaran aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan untuk mendapat pinjaman (Vinh, 2017). *Tangibility assets* ialah rasio antara aktiva tetap dan total aktiva. Berdasarkan tabel 4.3, nilai *minimum* variabel *Tangibility* sebesar 0,028 yang artinya aset perusahaan dapat dipergunakan sebagai jaminan mendapat pinjaman sangat kecil. Nilai *maximum Tangibility* sebesar 4,698 yang artinya aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan untuk mendapat pinjaman cukup besar. Rata-rata variabel *tangibility* sebesar 0,410. Standar deviasi *Tangibility* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 0,358.

7. *Profitability*

Profitability dikaitkan dengan bagaimana suatu perusahaan mampu menghasilkan laba dalam kegiatan bisnisnya. Pengukuran *profitability* dalam penelitian ini menggunakan *Return on Assets (ROA)*. Rasio ini digunakan guna menilai kemampuan berbagai aset yang dikuasi oleh perusahaan dalam menghasilkan laba (Alipour, 2015). Pada tabel 4.3, terlihat bahwa nilai *minimum*

variabel *profitability* sebesar -0,133 yang berarti bahwa masih terdapat perusahaan yang merugi. Nilai *maximum profitability* sebesar 11,587 yang berarti perusahaan dapat menghasilkan hampir dua belas kali nilai aset. Rata-rata variable kepemilikan managerial sebesar 0,108. Standar deviasi *profitability* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 0,799.

8. *Non-debt tax shield*

Non-debt tax shields dapat menggantikan pengurangan pajak dari pembiayaan utang. Tingkat depresiasi dan amortisasi pada total aset sebagai perwakilan dari manfaat bebas pajak, karena tingkat depresiasi dan amortisasi yang lebih tinggi mengurangi penghasilan kena pajak, yang membuat bisnis enggan mengambil lebih banyak utang. Selain itu, di industri apa pun perusahaan itu berada, biaya ini hampir selalu dibebankan ke laporan laba rugi, sehingga ketersediaan data terjamin (Moradi, 2019). Berdasarkan tabel 4.3, terlihat bahwa nilai *minimum* variabel *Non debt tax shield* sebesar 0,013 yang berarti bahwa pengurangan pajak sangat rendah. Nilai *maximum Non debt tax shield* sebesar 3,329 yang berarti pengurangan pajak besar. Rata-rata variabel *Non debt tax shield* sebesar 0,407. Standar deviasi *Non debt tax shield* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 0,322.

9. *Cash Flow*

Cash Flow yang dimaksud adalah *free cash flow* dimana didapat dari arus kas dari aktivitas operasi (*Operating cash flow*) dikurangi *capital expenditures* (Prasetya, 2019). Berdasarkan tabel 4.3, terlihat bahwa nilai *minimum* variabel *Cash Flow* sebesar -1923856 yang berarti tidak terdapat arus kas uang. Nilai

maximum Cash Flow sebesar 5622210 yang berarti arus kas uang cukup besar. Rata-rata variable *Cash Flow* sebesar 76117,119. Standar deviasi *Cash Flow* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 645141,609.

10. *Investment Opportunity*

Dalam penelitian ini *investment opportunity* diukur dengan menggunakan *book to market ratio* (BM). *Book to market ratio* merupakan perbandingan antara nilai buku saham suatu perusahaan dengan nilai pasarnya di pasar modal (Famma,1992). Jika suatu perusahaan memiliki nilai BM yang tinggi maka dapat menjelaskan atau mengidentifikasi rendahnya peluang investasi bagi perusahaan dan begitu juga sebaliknya (Prasetya, 2019). Berdasarkan tabel 4.3, terlihat bahwa nilai *minimum* variabel *investment opportunity* sebesar -16,669 yang berarti bahwa terdapat peluang investasi pada perusahaan tersebut. Nilai *maximum investment opportunity* sebesar 199,194 yang peluang investasi sangat rendah. Rata-rata variabel *investment opportunity* sebesar 4,470. Standar deviasi *investment opportunity* periode data penelitian tahun 2006-2020 adalah 15,656.

4.3 Interpretasi Hasil Statistik (Model 1)

Pengujian hipotesis yang diajukan pada penelitian ini menggunakan model persamaan simultan untuk model 1. Persamaan untuk model 1 dikatakan simultan karena terdapat pengaruh dua arah antara variabel eksogen dan variabel endogen. Pendugaan model menggunakan metode estimasi *Two Stage Least Square* (TSLS). Metode ini digunakan ketika model persamaan simultan adalah *overidentified*. Analisis statistik menggunakan aplikasi SPSS. Berikut ini adalah hasil pengujian *Two Stage Least Square* (TSLS) pada model 1.

Tabel 4.4 Hasil Uji TOLS Model 1

<i>Managerial Ownership (dependent Variable)</i>	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	R ²	Sig. (F)
<i>(Constant)</i>	0,197	0,146		1,345	0,180	0,022	0,430
<i>Investment decision</i>	0,036	0,018	0,135	1,934	0,054		
<i>Capital structure</i>	-0,002	0,012	-0,009	-0,136	0,892		
<i>size</i>	-0,0002	0,011	-0,002	-0,027	0,978		
<i>Bussines risk</i>	-0,044	0,061	-0,051	-0,728	0,467		

Sumber : Olah Data SPSS

4.3.1 Uji Normalitas

Bertujuan untuk menguji apakah model regresi yang terdapat dalam penelitian berdistribusi normal atau tidak. Pada tabel 4.5 disajikan hasil uji normalitas residual pada model 2 di bawah ini.

Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ERR_1
N		210
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.24169052
Most Extreme Differences	Absolute	.229
	Positive	.229
	Negative	-.188
Test Statistic		.229
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber : Olah data SPSS

Berdasarkan uji asumsi klasik tingkat signifikansi *one sample Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan angka 0,000, lebih rendah dari 0,05, sehingga disimpulkan data tersebut tidak berdistribusi normal.

4.3.2 Uji Multikolinieritas

Bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi terdapat korelasi antar variabel bebas (independen). Pada tabel 4.6 sebagai berikut, multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF).

Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinieritas Model 1

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Capital Structure	.998	1.002
	Investment Decision	.983	1.018
	Size	.946	1.057
	Business Risk	.957	1.045

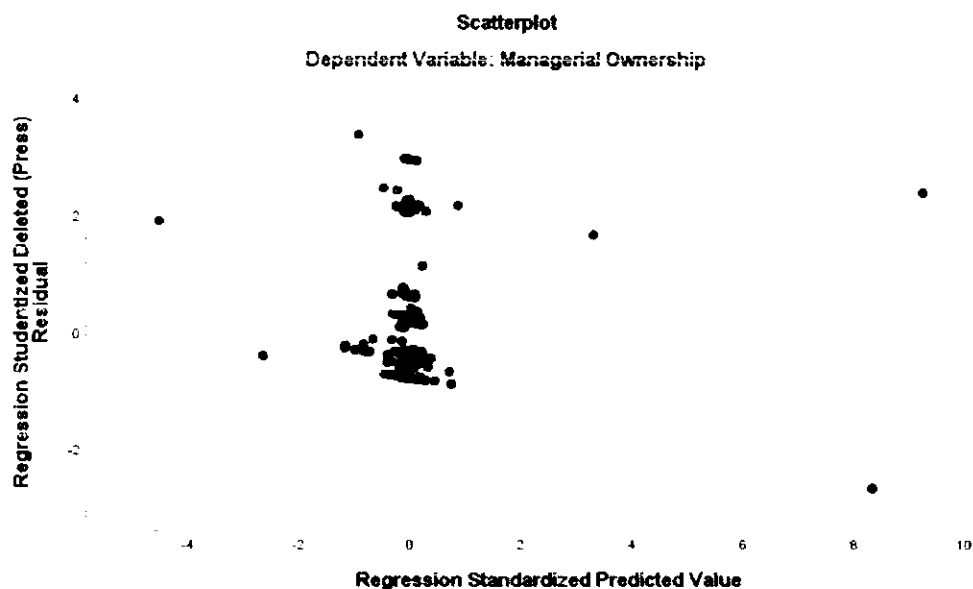
a. Dependent Variable: Managerial Ownership

Sumber : Olah Data SPSS

Berdasarkan uji multikolinieritas, nilai VIF pada semua variabel dalam model 1 kurang dari 10, artinya model 1 tersebut tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dikarenakan nilai $VIF < 10$ dan nilai $tolerance > 0,1$.

4.3.3 Uji Heteroskedastisitas

Bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Berikut ini uji heteroskedastisitas pada model 1 pada gambar 4.1 dibawah ini.



Gambar 4.1 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan grafik heteroskedastisitas yang dihasilkan dari plot nilai prediksi ZPRED dengan nilai residual SRESID, diketahui terdapat pola titik pada grafik *scatterplot* mengumpul pada posisi tertentu, sehingga disimpulkan terjadi heterokedastisitas.

4.3.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi menguji model regresi linier terkait korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Guna mengetahui autokorelasi, dilakukan uji statistik dari *Durbin-Watson* (DW test).

Tabel 4.7 Hasil Uji Autokorelasi Model 1 (DW Test)
Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	1.848 ^a

a. Predictors: (Constant), Business Risk, Capital Structure, Investment Decision, Size

b. Dependent Variable: Managerial Ownership

Berdasarkan hasil SPSS dapat diketahui bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 1,848. Jumlah variabel dalam penelitian ini adalah 5 dan jumlah sampel adalah 210. Nilai Durbin Lower adalah 1,69261 dan *Durbin Upper* adalah 1,76991. Jika batas atas (d_u) < DW < (4 - d_u) berarti tidak terjadi autokorelasi.

4.4 Interpretasi Hasil Statistik (Model 2)

Pengujian terhadap hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini menggunakan model persamaan simultan untuk model 2. Hasil uji statistik adalah sebagai berikut :

Tabel 4.8 Hasil Uji Statistik Model 2 (Full Data)

<i>Capital Structure (dependent Variable)</i>	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	R ²	Sig. (F)
(Constant)	1,819	0,878		2,072	0,040	0,060	0,027
Managerial Ownership	0,158	0,402	0,027	0,392	0,695		
Size	-0,157	0,070	-0,179	-2,243	0,026		
Tangibility	2,063	0,583	0,518	3,537	0,001		
Profitability	-0,628	0,243	-0,352	-2,588	0,010		
Non Debt Tax Shield	-0,683	0,408	-0,154	-1,673	0,096		

Sumber : Olah Data SPSS

4.4.1 Uji Normalitas

Berikut ini hasil uji normalitas residual pada model 2 yang dapat dilihat pada tabel 4.9 dibawah ini.

Tabel 4.9 Hasil Uji Normalitas Model 2

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		ERR_4
N		210
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	1.38044425
Most Extreme Differences	Absolute	.340
	Positive	.340
	Negative	-.267
Test Statistic		.340
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

Berdasarkan uji asumsi klasik tingkat signifikansi *one sample Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan angka 0,000, lebih rendah dari 0,05, sehingga disimpulkan data tersebut tidak berdistribusi normal.

4.4.2 Uji Multikolinieritas

Berikut ini hasil uji multikolonieritas model 2, dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) pada tabel 4.10 dibawah ini :

Tabel 4.10 Hasil Uji Multikolinearitas Model 2

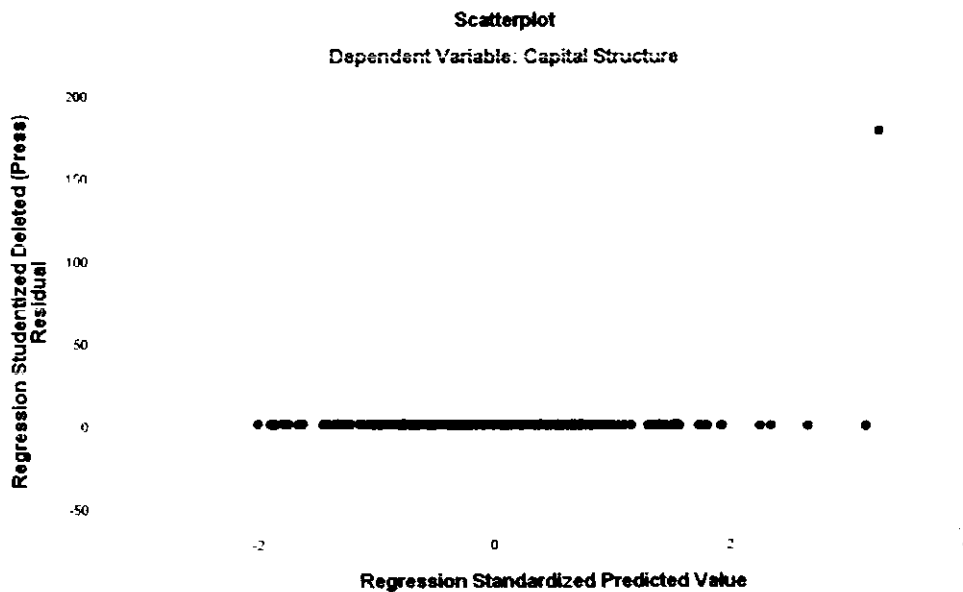
		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Managerial Ownership	.970	1.031
	Size	.725	1.379
	Tangibility	.215	4.658
	Profitability	.248	4.025
	Non-Debt Tax Shield	.541	1.848

a. Dependent Variable: Capital Structure

Berdasarkan uji multikolinearitas dapat dilihat bahwa nilai VIF pada semua variable dalam model 2 kurang dari 10. Disimpulkan bahwa model 2 tersebut tidak ada multikolinieritas antar variabel independen karena nilai VIF < 10 dan nilai tolerance > 0,1.

4.4.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas menguji model regresi apakah terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan dengan pengamatan lainnya. Berikut ini uji heteroskedastisitas pada model 2 dapat dilihat pada gambar 4.2 dibawah ini.



Gambar 4.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2

Berdasarkan grafik heteroskedastisitas yang dihasilkan dari SPSS, dapat diketahui bahwa histogram dari histogram terletak di antara nilai prediksi ZPRED dan nilai residual SRESID. Jika dilihat, terdapat pola tertentu dan pola titik pada *scatter plot* membentuk garis, sehingga disimpulkan terdapat heteroskedastisitas.

4.4.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk memeriksa apakah ada korelasi dalam model regresi linier antara *confounding error* pada periode t dan *confounding error* pada periode $t-1$ (sebelumnya). Uji statistik *Durbin-Watson* dapat digunakan untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi. Hasil uji autokorelasi *Durbin-Watson* pada model 2 pada tabel 4.11 dibawah ini.

Tabel 4.11 Hasil Uji Autokorelasi Model 2 (DW Test)
Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	2.010 ^a

a. Predictors: (Constant), Non-Debt Tax Shield, Size, Managerial Ownership, Profitability, Tangibility

b. Dependent Variable: Capital Structure

Berdasarkan hasil SPSS diketahui nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,010. Jumlah variabel dalam penelitian ini adalah 6 dan jumlah sampel adalah 210. Nilai Durbin Lower adalah 1,68282 dan *Durbin Upper* adalah 1,77988. Jika nilai DW di antara d_u (batas atas) $< DW < (4 - d_u)$ artinya tidak terjadi autokorelasi.

4.5 Interpretasi Hasil Statistik (Model 3)

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model persamaan simultan untuk model 3. Analisis statistik pada penelitian ini menggunakan aplikasi SPSS. Hasil uji statistik adalah sebagai berikut.

Tabel 4.12 Hasil Uji Statistik Model 3 (Full Data)

<i>Investment Decision (dependent Variable)</i>	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	R ²	Sig. (F)
<i>(Constant)</i>	0,084	0,084		0,993	0,322	0,026	0,243
<i>Managerial Ownership</i>	0,534	0,263	0,141	2,043	0,043		
<i>Cash Flow</i>	1,64x10 ⁻⁸	0,000	0,011	0,165	0,869		
<i>Profitability</i>	-0,096	0,080	-0,083	-1,202	0,231		
<i>Investment Opportunity</i>	0,001	0,004	0,011	0,161	0,872		

Sumber : Olah Data SPSS

4.5.1 Uji Normalitas

Hasil uji normalitas residual pada model 3 terdapat pada tabel 4.13 berikut.

Tabel 4.13 Hasil Uji Normalitas Model 3

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		ERR 5
N		210
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.91517669
Most Extreme Differences	Absolute	.348
	Positive	.348
	Negative	-.255
Test Statistic		.348
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

a. Test distribution is Normal
 b. Calculated from data.
 c. Lilliefors Significance Correction.

Berdasarkan uji asumsi klasik, tingkat signifikansi *one sample Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan angka 0,000, lebih rendah dari 0,05, sehingga disimpulkan data tersebut tidak berdistribusi normal.

4.5.2 Uji Multikolinieritas

Berikut ini hasil uji multikolonieritas model 3, dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) pada tabel 4.14 berikut.

Tabel 4.14 Hasil Uji Multikolinearitas Model 3

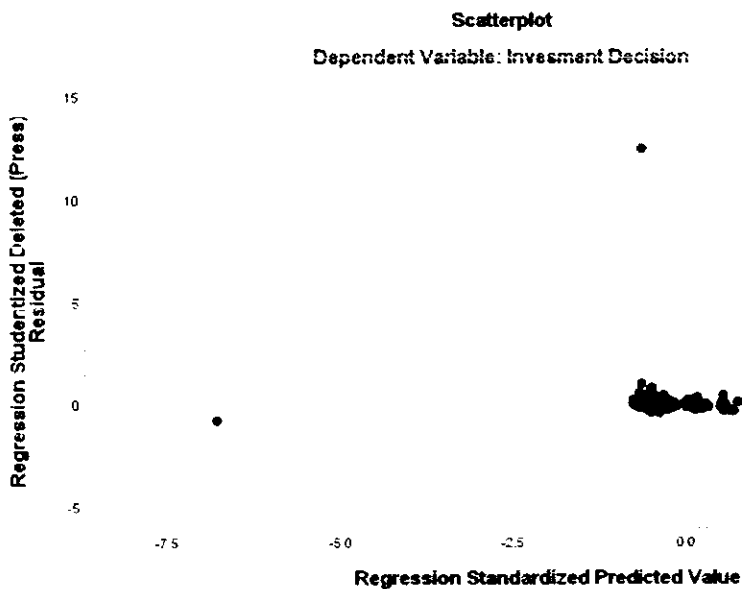
Coefficients^a		Collinearity Statistics	
Model		Tolerance	VIF
1	Managerial Ownership	.991	1.009
	Cash Flow	.994	1.006
	Profitability	.998	1.002
	Investment Opportunity	.998	1.002

a. Dependent Variable: Investment Decision

Berdasarkan uji multikolinearitas dapat dilihat bahwa nilai VIF pada semua variabel dalam model 3 kurang dari 10. Disimpulkan bahwa model 3 nilai VIF < 10 dan nilai tolerance > 0,1, sehingga tidak ada multikolinieritas antar variabel independen.

4.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Pada gambar 4.3 dapat dilihat uji heteroskedastisitas pada model 3.



Gambar 4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3

Berdasarkan grafik heteroskedastisitas dapat diketahui grafik plot antara nilai prediksi ZPRED dengan nilai residualnya SRESID. Terjadi heterokedastisitas karena terdapat pola tertentu dan pola titik pada grafik *scatterplot* membentuk sebuah garis.

4.5.4 Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi *Durbin-Watson* pada model 3 sesuai tabel 4.15 dibawah ini.

Tabel 4.15 Hasil Uji Autokorelasi Model 3 (DW Test)

Model Summary^b	
Model	Durbin-Watson
1	1.990 ^a
a. Predictors: (Constant), Invesment Opportunity, Cash Flow, Profitability, Managerial Ownership	
b. Dependent Variable: Invesment Decision	

Berdasarkan hasil SPSS diketahui nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,990. Jumlah variabel pada penelitian ini adalah 5 dan jumlah sampel adalah 210. Nilai *Durbin Lower* adalah 1,69261 dan *Durbin Upper* adalah 1,76991. Jika nilai DW di antara d_u (batas atas) $< DW < (4 - d_u)$ artinya tidak terjadi autokorelasi.

4.6 Interpretasi Uji Asumsi Klasik

Pada tabel 4.16 terdapat rekapitulasi hasil asumsi klasik pada ketiga model

Tabel 4.16 Interpretasi Uji Asumsi Klasik

Model	Uji Normalitas		Uji Multikolinieritas			Uji Heteroskedastisitas			Uji Autokorelasi	
	sig	Kesimpulan	Variabel Independen	VIF	Kesimpulan	Pola	Kesimpulan	DW	Kesimpulan	
1	0,000	Distribusi tidak normal	<i>Capital Structure?</i>	1,002	tidak terjadimultikolinieritas	Titik terpusat pada satu wilayah	terdapat gejala heteroskedastisitas	1,848	tidak terjadi autokorelasi	
			<i>Investment decision Size</i>	1,018	tidak terjadimultikolinieritas					
			<i>Business Risk</i>	1,057	tidak terjadimultikolinieritas					
			<i>Managerial Ownership</i>	1,045	tidak terjadimultikolinieritas					
2	0,000	Distribusi tidak normal	<i>Ownership Size</i>	1,379	tidak terjadimultikolinieritas	Titik membentuk pola garis lurus	terdapat gejala heteroskedastisitas	2,010	tidak terjadi autokorelasi	
			<i>Tangibility</i>	4,658	tidak terjadimultikolinieritas					
			<i>Profitability</i>	4,025	tidak terjadimultikolinieritas					
			<i>Non debt tax shield</i>	1,848	tidak terjadimultikolinieritas					
3	0,000	Distribusi tidak normal	<i>Managerial Ownership</i>	1,009	tidak terjadimultikolinieritas	Titik terpusat pada satu wilayah	terdapat gejala heteroskedastisitas	1,990	tidak terjadi autokorelasi	
			<i>Cash Flow</i>	1,006	tidak terjadimultikolinieritas					
			<i>Profitability investment opportunity</i>	1,002	tidak terjadimultikolinieritas					
				1,002	tidak terjadimultikolinieritas					

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik diketahui ketiga model terdapat gejala tidak normal dan heteroskedastisitas. Peneliti membuang satu persatu outlier pada seluruh model.

4.7 Intepretasi Hasil Model 1 (Tanpa Outlier)

Pengujian terhadap model persamaan 1 menunjukkan bahwa terdapat ketidaknormalan residual dan terdapat gejala heteroskedastisitas serta autokorelasi. Peneliti membuang outlier satu persatu sampai tidak ada lagi outlier. Hasil uji statistik dapat dilihat pada tabel 4.17 sebagai berikut.

Tabel 4.17 Hasil Uji TSLS Model 1 (Tanpa Outlier)

<i>Managerial Ownership (dependent Variable)</i>	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	R ²	Sig. (F)
<i>(Constant)</i>	-0,071	0,152		-0,466	0,642	0,137	0,000
<i>Investment decision</i>	0,072	0,023	0,209	3,179	0,002		
<i>Capital structure</i>	-0,520	0,129	-0,313	-4,027	0,000		
<i>Size</i>	0,026	0,012	0,171	2,219	0,028		
<i>Bussines risk</i>	-0,181	0,079	-0,153	-2,285	0,023		

4.7.1 Uji Normalitas

Berikut ini hasil uji normalitas residual pada model 1 yang telah dibuang outliernya dapat dilihat pada tabel 4.18 dibawah ini.

Tabel 4.18 Hasil Uji Normalitas Model 1 (Tanpa Outlier)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		ERR_2
N		207
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.22809194
Most Extreme Differences	Absokute	.143
	Positive	.143
	Negative	-.103
Test Statistic		.143
Asymp. Sig. (2-tailed)		.152 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

Berdasarkan uji asumsi klasik tingkat signifikansi *one sample Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan angka 0,152, lebih besar dari 0,05, sehingga disimpulkan data residual pada model tersebut tersebut berdistribusi normal.

4.7.2 Uji Multikolinieritas

Berikut ini hasil uji multikolinieritas pada model 1 yang telah dibuang data outliernya. Hasil dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF).

Tabel 4.19 Hasil Uji Multikolinieritas Model 1 (Tanpa Outlier)

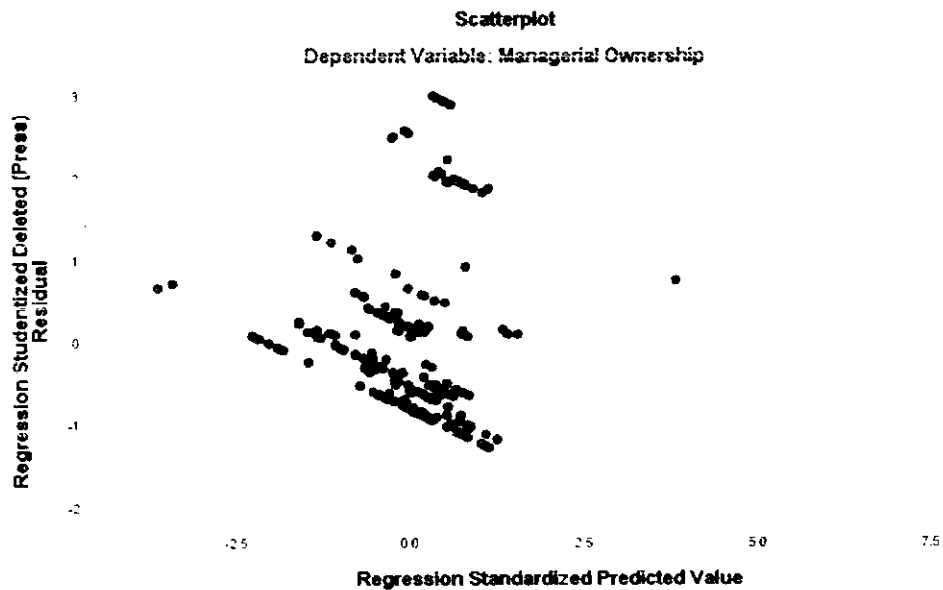
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Capital Structure	.710	1.409
	Investment Decision	.993	1.007
	Size	.720	1.390
	Business Risk	.951	1.051

a. Dependent Variable: Managerial Ownership

Berdasarkan uji multikolinieritas dapat dilihat bahwa nilai VIF pada semua variabel dalam model 1 kurang dari 10. Disimpulkan bahwa model 1 yang telah dibuang outliernya tersebut tidak ada multikolinieritas antar variabel independen karena nilai VIF < 10 dan nilai tolerance > 0,1.

4.7.3 Uji Heteroskedastisitas Model 1 (Tanpa Outlier)

Berikut ini uji heteroskedastisitas pada model 1 yang dibuang outliernya dapat dilihat pada gambar 4.4 sebagai berikut.



Gambar 4.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 1 (Tanpa Outlier)

Berdasarkan grafik heteroskedastisitas dari SPSS dapat diketahui grafik plot nilai prediksi ZPRED dengan nilai residual SRESID, jika dilihat tidak terdapat pola titik tertentu pada grafik *scatterplot*. Selain itu titik tersebar merata, sehingga tidak terjadi heterokedastisitas.

4.7.4 Uji Autokorelasi Model 1 (Tanpa Outlier)

Hasil uji autokorelasi *Durbin-Watson* pada model 1 yang telah dibuang outliernya, tersaji pada tabel 4.20 sebagai berikut.

**Tabel 4.20 Hasil Uji Autokorelasi Model 1 (Tanpa Outlier)
Model Summary^b**

Model	Durbin-Watson
1	1.848 ^a

- a. Predictors: (Constant), Business Risk, Investment Decision, Size, Capital Structure
- b. Dependent Variable: Managerial Ownership

Berdasarkan hasil SPSS diketahui nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,848. Jumlah variabel pada penelitian ini adalah 5 dan jumlah sampel adalah 207. Nilai *Durbin Lower* adalah 1,68411 dan *Durbin Upper* adalah 1,76533. Sehingga berdasarkan kriteria batas atas (d_u) $<DW< (4 - d_u)$ berarti tidak terjadi autokorelasi.

4.8 Intepretasi Hasil Model 2 (Tanpa Outlier)

Pengujian terhadap model persamaan 2 menunjukkan bahwa terdapat ketidaknormalan residual dan terdapat gejala heteroskedastisitas. Peneliti membuang outlier satu persatu sampai tidak adalagi outlier. Hasil uji statistik tersaji pada tabel 4.21 sebagai berikut.

Tabel 4.21 Hasil Uji Statistik Model 2 (Tanpa Outlier)

<i>Leverage (dependent Variable)</i>	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	R ²	Sig. (F)
<i>(Constant)</i>	-0,389	0,072		-5,382	0,000	0,442	0,000
<i>Managerial ownership</i>	-0,120	0,032	-0,199	-3,692	0,000		
<i>Size</i>	0,033	0,006	0,353	5,677	0,000		
<i>Tangibility</i>	0,253	0,049	0,340	5,197	0,000		
<i>Profitability</i>	-0,026	0,111	-0,013	-0,234	0,815		
<i>Non Debt Tax Shield</i>	0,064	0,034	0,108	1,877	0,062		

Sumber : Olah Data SPSS

4.8.1 Uji Normalitas Model 2 (Tanpa Outlier)

Berikut ini hasil uji normalitas residual pada model 2 yang telah dibuang

outliernya pada tabel 4.22 dibawah ini.

Tabel 4.22 Hasil Uji Normalitas Model 2 (Tanpa Outlier)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ERR 3
N		207
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.11033002
Most Extreme Differences	Absolute	.101
	Positive	.101
	Negative	-.062
Test Statistic		.101
Asymp. Sig. (Z-tailed)		.200 ^c

a. Test distribution is Normal.
 b. Calculated from data.
 c. Lilliefors Significance Correction.

Berdasarkan uji asumsi klasik tingkat signifikansi *one sample Kolmogorov-Smirnov* diketahui bernilai 0,200, lebih besar dari 0,05, sehingga disimpulkan data residual pada model tersebut tersebut berdistribusi normal.

4.8.2 Uji Multikolinieritas Model 2 (Tanpa Outlier)

Berikut ini hasil uji multikolonieritas pada model 2 yang telah dibuang data outliernya. Hasil dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) dapat dilihat pada tabel 4.23 dibawah ini.

**Tabel 4.23 Hasil Uji Multikolinieritas Model 2 (Tanpa Outlier)
Coefficients^a**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Managerial Ownership	.959	1.043
	Size	.717	1.394
	Tangibility	.647	1.545
	Profitability	.914	1.094
	Non-Debt Tax Shield	.834	1.199

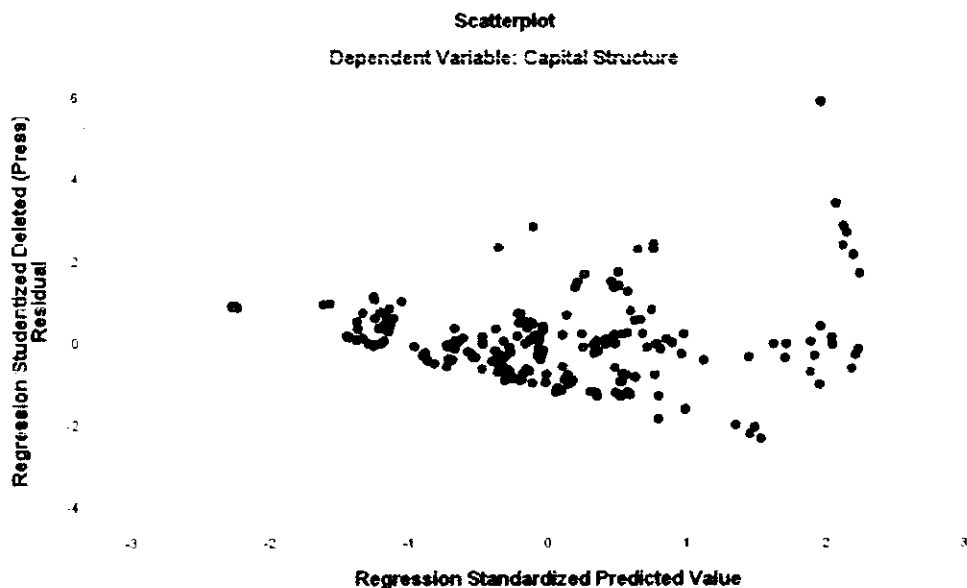
a. Dependent Variable: Capital Structure

Berdasarkan uji multikolinieritas dapat dilihat bahwa nilai VIF pada semua

variabel dalam model 2 kurang dari 10. Disimpulkan bahwa model 2 yang telah dibuang outliernya, tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dikarenakan nilai VIF < 10 dan nilai tolerance > 0,1.

4.8.3 Uji Heteroskedastisitas Model 2 (Tanpa Outlier)

Berikut ini uji heteroskedastisitas pada model 2 yang dibuang outliernya pada gambar 4.5 sebagai berikut.



Gambar 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2 (Tanpa Outlier)

Berdasarkan grafik heteroskedastisitas dari SPSS dapat diketahui grafik plot nilai prediksi ZPRED dengan nilai residual SRESID. Jika dilihat, tidak terdapat pola titik tertentu pada grafik scatterplot, sehingga disimpulkan tidak terjadi heterokedastisitas karena titik tersebar merata.

4.8.4 Uji Autokorelasi Model 2 (Tanpa Outlier)

Hasil uji autokorelasi Durbin Watson pada model 1 yang telah dibuang outliernya, tersaji pada tabel 4.24 sebagai berikut.

Tabel 4.24 Hasil Uji Autokorelasi Model 2 (Tanpa Outlier)

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	2.187 ^a

a. Predictors: (Constant), Non-Debt Tax Shield, Size, Managenal Ownership, Profitability, Tangibility

b. Dependent Variable: Capital Structure

Berdasarkan hasil SPSS diketahui nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,187. Jumlah variabel pada penelitian ini adalah 6 dan jumlah sampei adalah 207. Nilai *Durbin Lower* adalah 1,67382 dan *Durbin Upper* adalah 1,77584. Sesuai dengan kriteria batas atas (d_u) $< DW < (4 - d_u)$ berarti tidak terjadi autokorelasi.

4.9 Intepretasi Hasil Model 3 (Tanpa Outlier)

Pengujian terhadap model persamaan 3 menunjukkan bahwa terdapat ketidaknormalan residual dan terdapat gejala heteroskedastisitas. Peneliti membuang outlier satu persatu sampai tidak adalagi outlier. Pada tabel 4.25 dapat dilihat hasil uji statistik.

Tabel 4.25 Hasil Uji Statistik Model 3 (Tanpa Outlier)

<i>Investment Decision (dependent Variable)</i>	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	R ²	Sig. (F)
<i>(Constant)</i>	-0,057	0,075		-0,759	0,449	0,067	0,007
<i>Managerial Ownership</i>	0,709	0,200	0,244	3,545	0,000		
<i>Cash Flow</i>	2,25x10 ⁻⁹	0,000	0,002	0,030	0,976		
<i>Profitability</i>	1,133	0,676	0,117	1,677	0,095		
<i>Investment Opportunity</i>	0,001	0,003	0,024	0,347	0,729		

Sumber : Olah Data SPSS

4.9.1 Uji Normalitas Model 3 (Tanpa Outlier)

Berikut ini hasil uji normalitas residual pada model 3 yang telah dibuang outliernya dan telah dilakukan transformasi data dapat dilihat pada tabel 4.26 dibawah ini.

Tabel 4.26 Hasil Uji Normalitas Model 3 (Tanpa Outlier)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		ERR 6
N		207
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.69064428
Most Extreme Differences	Absolute	.318
	Positive	.318
	Negative	-.212
Test Statistic		.318
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

Berdasarkan uji asumsi klasik, tingkat signifikansi *one sample Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan angka 0,000, lebih kecil dari 0,05, sehingga disimpulkan data residual pada model tersebut tersebut tidak berdistribusi normal.

4.9.2 Uji Multikolinieritas Model 3 (Tanpa Outlier)

Berikut ini hasil uji multikolinieritas pada model 3 yang telah dibuang data outliernya. Nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) dapat dilihat pada tabel 4.27 dibawah ini.

**Tabel 4.27 Hasil Uji Multikolinieritas Model 3 (Tanpa Outlier)
Coefficients^a**

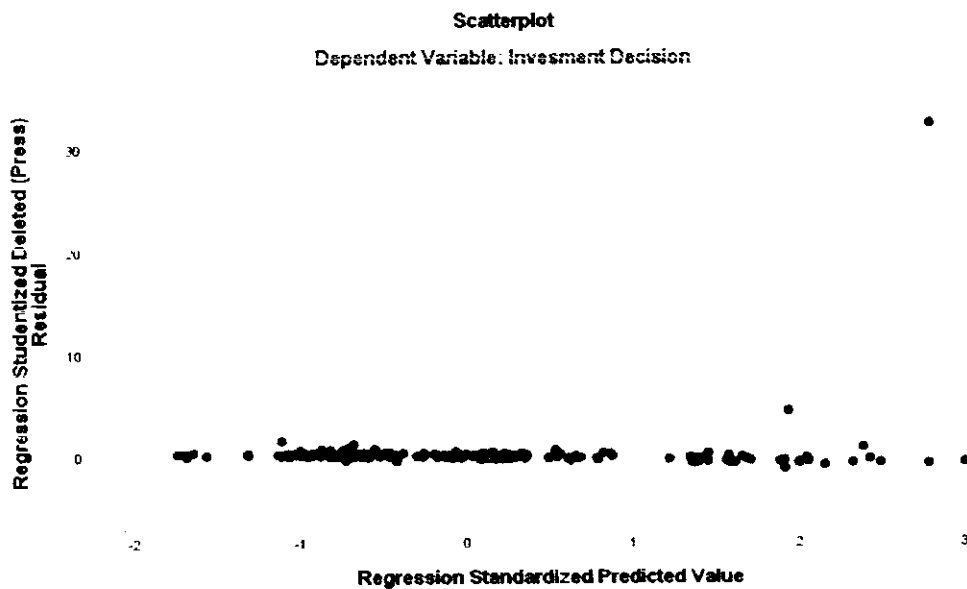
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Managerial Ownership	.979	1.022
	Cash Flow	.966	1.036
	Profitability	.956	1.046
	Investment Opportunity	.993	1.007

a. Dependent Variable: Investment Decision

Berdasarkan uji multikolinieritas dilihat bahwa nilai VIF pada semua variabel dalam model 3 kurang dari 10. Disimpulkan bahwa model 3 yang telah dibuang outliernya tidak ada multikolinieritas antar variabel independen karena nilai VIF < 10 dan nilai tolerance > 0,1.

4.9.3 Uji Heteroskedastisitas Model 3 (Tanpa Outlier)

Berikut ini uji heteroskedastisitas pada model 3 yang dibuang outliernya telah ditransformasi datanya pada gambar 4.6.



Gambar 4.6 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3

Berdasarkan grafik heteroskedastisitas dari SPSS dapat diketahui grafik plot nilai prediksi ZPRED dengan nilai residual SRESID yaitu terdapat pola titik-titik pada *scatterplot* yang mengelompok bersama pada posisi tertentu, sehingga disimpulkan terjadi heterokedastisitas.

4.9.4 Uji Autokorelasi Model 3 (Tanpa Outlier)

Hasil uji autokorelasi Durbin Watson pada model 3 yang telah dibuang outliernya tersaji pada tabel 4.28 sebagai berikut.

Tabel 4.28 Hasil Uji Autokorelasi Model 3 (Tanpa Outlier)

Model Summary^b	
Model	Durbin-Watson
1	1.942 ^a
a. Predictors: (Constant), Investment Opportunity, Cash Flow, Managerial Ownership, Profitability	
b. Dependent Variable: Investment Decision	

Berdasarkan hasil SPSS dapat diketahui bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 1,942. Jumlah variabel dalam penelitian ini adalah 5 dan jumlah sampel adalah 207. Nilai *Durbin Lower* adalah 1,72789 dan *Durbin Upper* adalah 1,80942. Jika batas atas (d_u) $< DW < (4 - d_u)$ berarti tidak terjadi autokorelasi.

4.10 Interpretasi Uji Asumsi Klasik Model Tanpa Outlier

Berikut ini adalah rekapitulasi hasil asumsi klasik pada ketiga model yang telah tersaji ketiga model yang telah dieliminasi outliernya yang disajikan pada tabel 4.29.

Tabel 4.29 Interpretasi Uji Asumsi Klasik Model Tanpa Outlier

Mode	Uji Normalitas sig	Uji Kesimpulan	Uji Multikolinieritas		Uji Heteroskedastisitas		Uji Autokorelasi		
			VIF	Kesimpulan	Kesimpulan	DW	Kesimpulan		
1	0,15 2	Distribusi normal	<i>Capital Structure</i>	1,409	tidak terjadi multikolinieritas				
			<i>Investment decision</i>	1,007	tidak terjadi multikolinieritas	Titik menyebar tidak beraturan	1,848	Tidak terjadi autokorelasi	
			<i>Size</i>	1,390	tidak terjadi multikolinieritas				
			<i>Business Risk</i>	1,051	tidak terjadi multikolinieritas				
			<i>Managerial Ownership</i>	1,043	tidak terjadi multikolinieritas				
2	0,20 0	Distribusi normal	<i>Size</i>	1,394	tidak terjadi multikolinieritas	Titik menyebar tidak beraturan	2,187	Tidak terjadi autokorelasi	
			<i>Tangibility</i>	1,545	tidak terjadi multikolinieritas				
			<i>Profitability</i>	1,094	tidak terjadi multikolinieritas				
			<i>Non debt tax shield</i>	1,199	tidak terjadi multikolinieritas				
			<i>Managerial Ownership</i>	1,022	tidak terjadi multikolinieritas				
3	0,00 0	Distribusi tidak normal	<i>Cash Flow</i>	1,036	tidak terjadi multikolinieritas	Titik membentuk pola mengumpul	1,942	Tidak terjadi autokorelasi	
			<i>Profitability investment opportunity</i>	1,046	tidak terjadi multikolinieritas				
			<i>Managerial Ownership</i>	1,007	tidak terjadi multikolinieritas				

Sumber : Olah Data SPSS

Berdasarkan rekapitulasi asumsi klasik pada ketiga model yang telah dibuang uoifiemya dapat diketahui bahwa model 1 dan model 2 memenuhi asumsi klasik sedangkan pada model 3 tidak memenuhi seluruh asumsi klasik. Pada model ketiga berdistribusi tidak normal dan terdapat gejala heteroskedatisitas.

4.11 Interpretasi Pengujian Hipotesis

Berikut ini adalah rekapitulasi nilai signifikansi model dan variabel telah tersaji pada tabel 4.30.

Tabel 4.30 Interpretasi Pengujian Hipotesis Antar Variabel dengan Ketiga Model

Model	R ²	F(Sig)	Variabelindependen	t (Sig)	B
1	.137	.000	(Constant)	.642	-.071
			Investment decision	.002	.072
			Capital structure	.000	-.520
			Size	.028	.026
			Bussines risk	.023	-.181
2	.442	.000	(Constant)	.000	-.389
			Managerial ownership	.000	.120
			Size	.000	.033
			Tangible	.000	.253
			Profitability	.815	-.026
3	.067	.007	Non debt tax shield	.062	.064
			(Constant)	.449	-.057
			Managerial ownership	.000	.709
			Cashflow	.976	2,25x10 ⁻⁹
			Profitability	.095	1,133
			Investment opportunity	.729	.001

Sumber : Olah Data SPSS

Berdasarkan hasil uji statistik dapat diketahui bahwa model 1, 2, dan 3 merupakan model yang signifikan ($\text{sig} < 0,05$). Pada model 1, variabel yang signifikan berpengaruh terhadap *managerial ownership* adalah *investment decision*, *capital structure*, *size* dan *business risk*.

Pada model 2, variabel yang berpengaruh terhadap *capital structure* adalah *size* dan *tangibility*. Pada model 3, variabel yang berpengaruh terhadap *investment decision* adalah *managerial ownership*. Berikut ini model yang dapat dibuat dari hasil tersebut.

Equation 1 :

$$MO = -0,706 - 0,520 Lev + 0,072 Inv + 0,026 Size - 0,181 BR \dots \dots \dots (1)$$

Equation 2 :

$$LEV = -0,389 + 0,120MO + 0,033Size + 0,253Tang - 0,026Prof + 0,064NDT.(2)$$

Equation 3 :

$$INV = -0,057 + 0,709 MO + 2,24 CF + 1,133 Prof + 0,001 IO..... (3)$$

Berdasarkan tabel rekapitulasi pengujian hipotesis dapat diketahui bahwa:

1. Terdapat pengaruh negatif signifikan antara *Managerial ownership* dengan *leverage*.
2. Terdapat pengaruh positif signifikan antara *managerial ownership* dengan *investment decision*.
3. Berpengaruh positif yang signifikan *size* terhadap *managerial ownership*.
4. Berpengaruh negatif yang signifikan antara *business risk* terhadap *managerial ownership*.
5. Berpengaruh positif yang signifikan *size* terhadap *leverage*.
6. Berpengaruh positif yang signifikan *tangibility* terhadap *leverage*.
7. Berpengaruh negatif yang tidak signifikan antara *profitability* terhadap *leverage*.
8. Berpengaruh positif yang tidak signifikan *non - debt tax shield* terhadap *leverage*.
9. Berpengaruh positif yang tidak signifikan *cash flow* terhadap *investment decision*.
10. Berpengaruh positif yang tidak signifikan *profitability* terhadap *investment decision*.

11. Berpengaruh positif yang tidak signifikan antara *investment opportunity* terhadap *investment decision*.

4.12 Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif signifikan antara *Managerial ownership* dengan *leverage*, sehingga sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan ada pengaruh *Managerial ownership* terhadap *leverage* (Sun, 2015). Hal ini sejalan teori yang menyatakan, ada pengaruh negatif antara *Managerial ownership* dengan *leverage*. Apabila tingkat kepemilikan manajerial tinggi maka tingkat penggunaan hutang rendah dikarenakan manajemen perusahaan akan cenderung mengejar kepentingannya sendiri. Dengan kata lain manajemen akan melindungi kepentingan pribadinya dari risiko kebangkrutan sehingga penggunaan hutang cenderung rendah. Manajemen cenderung berhati-hati dalam menentukan sumber pendanaan. Manajemen cenderung menghindari pembiayaan utang, karena membawa risiko berbagi biaya modal yang terkait dengan penggunaan utang (Sartono, 2001). Memegang saham manajemen yang lebih tinggi di perusahaan mengurangi penggunaan utang perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa *managerial ownership* berpengaruh positif yang signifikan terhadap *investment decision*. Pengaruh positif ini artinya, semakin besar *managerial ownership* dalam perusahaan maka semakin besar *investment decision*., Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya. Jika kepemilikan manajerial meningkat maka akan mengurangi *agency conflict* atas keputusan investasi yang dilakukan dengan menyelaraskan insentif kedua belah pihak baik manajer ataupun pemegang saham, karena ketika tingkat

managerial ownership meningkat, mereka akan menginternalisasi setidaknya sebagian biaya serta manfaat dari keputusan yang dibuat sehingga hal ini selaras dengan *convergence-interest effect*. Disisi lain, saat tingkat kepemilikan manajerial tinggi, maka pihak manajemen akan meningkatkan investasi sebab mereka ingin mendapatkan keuntungan yang lebih besar di kemudian hari. Oleh karenanya mereka cenderung melakukan kegiatan investasi yang menurutnya akan memberikan keuntungan di masa depan dan mampu meningkatkan nilai perusahaan (Haruman, 2007). Investasi yang tinggi merupakan sinyal pertumbuhan pendapatan di masa yang akan datang.

Berdasarkan hasil penelitian terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *size* dengan *managerial ownership*. Penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya. Dalam penelitian sebelumnya, semakin besar ukuran perusahaan (*size*) akan mengurangi kepemilikan manajerial (Liviani, 2016). Namun pada penelitian ini, Jika ukuran suatu perusahaan bertambah besar maka tingkat kepemilikan manajerial juga akan meningkat. Manajemen akan cenderung ingin memiliki saham perusahaan dikarenakan semakin besar suatu perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin berkembang dan tingkat profitabilitas akan semakin meningkat. Dengan demikian perusahaan semakin memperluas bidang usahanya yang ditunjukkan dengan ukuran perusahaan semakin meningkat. Yang mana selanjutnya hal ini akan membawa dampak baik bagi pihak manajemen karena semakin besar perusahaan maka tingkat profitabilitas akan meningkat yang kemudian pihak manajemen juga akan merasakan keuntungan yang didapatkannya.

Diketahui terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara *business risk* dengan *managerial ownership*. Ini sejalan dengan teori yang ada. Ketika suatu perusahaan menggunakan hutang dalam pendanaannya, maka risiko bisnis dan keuangan akan ditanggung oleh pemegang saham. Jika manajemen juga merupakan pemegang saham maka secara tidak langsung manajemen akan menanggung risiko bisnis tersebut. Sehingga hal ini membuat manajemen enggan. Oleh sebab itu apabila risiko bisnis dalam suatu perusahaan tinggi cenderung tingkat kepemilikan manajerial rendah karena pihak manajemen akan berusaha membatasi dirinya untuk menjadi pemegang saham.

Pada penelitian lainnya juga menunjukkan bahwa *business risk* berpengaruh terhadap *managerial ownership*. Kepemilikan utang dan manajerial merupakan bagian dari mekanisme pengawasan dan pengendalian, yang memerlukan *agency cost*. Hutang menghasilkan *agency cost of debt* seperti biaya kontrak dan biaya kebangkrutan. Peningkatan utang dapat mengurangi jumlah kas yang tersedia dan meningkatkan risiko kebangkrutan dalam bisnis. Kepemilikan manajerial memungkinkan timbulnya *agency cost of equity* dalam bentuk dilusi kepemilikan. Dengan Penerapan dua mekanisme secara simultan tidak akan efektif untuk masalah yang sama, sehingga perlu dilakukan penyeimbangan biaya keagenan (Liviani, 2016).

Hasil penelitian diketahui *size* berpengaruh positif yang signifikan terhadap *leverage*. Hasil ini sejalan dengan teori maupun penelitian sebelumnya. Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, jika likuiditas meningkat maka struktur modal perusahaan juga meningkat.

Kondisi ini terjadi karena semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar pula aset yang dikuasai oleh perusahaan. Perusahaan dengan aset atau kekayaan substansial memiliki kepercayaan yang lebih besar dari publik, investor, dan kreditur. Tingkat kredit yang tinggi memudahkan perusahaan untuk memperoleh dana dari investor atau masyarakat melalui pasar saham atau pinjaman dari kreditur (ZA, Zulpahmi and Sumardi, 2021).

Terdapat pengaruh positif yang signifikan *tangibility* terhadap *leverage*. Hasil ini sejalan dengan penelitian (Corina, Murhadi and Wijaya, 2018), *tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*, artinya semakin tinggi nilai aset berwujud perusahaan, semakin tinggi pula hutangnya. Perusahaan dengan aset yang lebih berwujud berada dalam posisi yang lebih baik ketika mereka berhutang kepada kreditur. Aset berwujud dapat dijadikan jaminan yang diberikan oleh perusahaan.

Profitability berpengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap *leverage*. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya. *Profitability* tidak memiliki pengaruh terhadap *leverage* dikarenakan keuntungan perusahaan tidak digunakan untuk mendanai kegiatan usahanya melainkan keuntungan yang didapat dibagikan dalam bentuk dividen kepada para investor. Sebab perusahaan juga membutuhkan penilaian yang cukup baik di mata investor guna investor terus menanamkan modalnya ke dalam perusahaan tersebut. Oleh karenanya penggunaan hutang masih akan dilakukan perusahaan untuk membiayai kegiatan usahanya.

Menurut *signaling theory*, ditegaskan bahwa pembiayaan dengan menggunakan hutang (*debt*) dapat memberikan sinyal terhadap para investor

terkait arus kas perusahaan. Karena terkadang pihak manajemen menggunakan perubahan dalam struktur modal untuk mengkomunikasikan risiko serta profitabilitas perusahaan kepada pengguna eksternal (Alipour, 2015). Oleh karena itu, teori ini menjelaskan betapa pentingnya informasi yang disebarluaskan oleh pihak perusahaan sehingga dapat mempengaruhi pertimbangan seseorang dalam berinvestasi.

Non-debt tax shield berpengaruh tidak signifikan terhadap *leverage*. Hal ini menunjukkan bahwasannya besar kecilnya *Non Debt Tax Shield* yang menunjukkan besarnya pengurangan pajak akibat penggunaan selain hutang, yaitu depresiasi yang tidak mempengaruhi penggunaan hutang dalam struktur modal secara optimal dikarenakan besarnya depresiasi aset tetap yang dimiliki perusahaan (Wulandari, 2019). Di sisi lain, jumlah nilai depresiasi dan amortisasi yang diamati tidak menambah cash flow yang besar sehingga tidak diperhitungkan dalam pengurangan proporsi hutang.

Berdasarkan hasil penelitian, *cash flow* berpengaruh tidak signifikan terhadap *investment decision*. Arus kas adalah jumlah kas yang tersedia setelah suatu perusahaan membayar beban kegiatan operasional dan investasi perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemilik perusahaan dan kreditur. Arus kas adalah surplus yang dibutuhkan untuk membiayai semua proyek nilai sekarang bersih positif setelah membagi dividen. Semakin besar arus kas, maka semakin besar pula fleksibilitas arus kas tersebut. *Cash flow* tidak berpengaruh terhadap *investment decision* dikarenakan arus kas yang ada digunakan untuk menutupi hutang yang dimiliki perusahaan serta di sisi lain, perusahaan melakukan

pembagian dividen terhadap para pemegang saham sehingga *cash flow* yang ada dialokasikan untuk kedua hal tersebut dan tidak digunakan terlebih dulu untuk kegiatan investasi. Dimana hal ini sejalan dengan penelitian (Sitompul and Khadijah, 2020) yang menyatakan tidak terdapat pengaruh antara *cash flow* dengan *investment decision*.

Berdasarkan hasil penelitian, *profitability* diketahui tidak berpengaruh signifikan terhadap *investment decision*. Secara teori *profitability* harusnya meningkatkan *investment decision*. Pada penelitian sebelumnya laba bersih secara parsial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap keputusan investasi perusahaan. Laba bersih (*net income*) adalah nominal terakhir dalam laporan laba rugi untuk penambahan modal bersih.

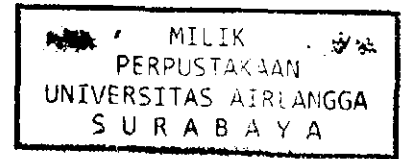
Qodriah (2012) berpendapat bahwa laba bersih dapat dianggap sebagai ukuran kinerja perusahaan untuk mengambil keputusan bisnis, tetapi tidak sesuai dengan hasil penelitian yang diperoleh bahwa laba bersih tidak dapat digunakan sebagai dasar untuk mengambil keputusan investasi pada perusahaan manufaktur. Beberapa pendapat ahli mengatakan bahwa laba bersih sejalan dengan dividen. Namun, hal tersebut tidak menjamin bahwa hasil penelitian akan sesuai dengan yang diharapkan. Jika dilihat bahwa dividen perusahaan berasal dari laba bersih. Laba bersih diperoleh setelah dikurangi penjualan bersih, beban usaha dan beban pajak. Hal ini memungkinkan laba bersih yang diperoleh perusahaan dibagi menjadi dividen, sehingga laba bersih positif menjadi tidak signifikan bagi keputusan investasi perusahaan (Sitompul and Khadijah, 2020).

Berdasarkan hasil penelitian, *investment opportunity* tidak berpengaruh

signifikan terhadap *investment decision*. Perusahaan yang memiliki kesempatan untuk berinvestasi belum tentu akan melakukan kegiatan investasi. Hal ini dikarenakan keputusan investasi di dalam suatu perusahaan harus melalui beberapa penilaian dan pertimbangan. Salah satunya adalah project – project investasi tersebut harus dipastikan terlebih dahulu mampu memberikan keuntungan di masa yang akan datang. Jika dirasa tidak dapat memberikan keuntungan dan meningkatkan *value* dari perusahaan itu sendiri maka kegiatan investasi tidak akan dilakukan (Hidayat, 2010).

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN



BAB 5 PENUTUP

5.1 Simpulan

Pada penelitian ini menguji hipotesis variabel dan pengaruh *managerial ownership* terhadap *capital structure* dan pengaruh *managerial ownership* terhadap *investment decision* dalam perspektif *convergence – interest hypothesis* yang menghasilkan:

1. Kesimpulan hasil pengujian hipotesis
 - a. Terdapat pengaruh negatif signifikan antara *Managerial ownership* dengan *leverage* dalam perspektif *convergence - interest hypothesis*.
 - b. Terdapat pengaruh positif signifikan antara *Managerial Ownership* dengan *Investment Decision* dalam perspektif *convergence - interest hypothesis*.
 - c. Berpengaruh positif yang signifikan *size* terhadap *managerial ownership*.
 - d. Berpengaruh negatif yang signifikan *business risk* terhadap *managerial ownership*.
 - e. Berpengaruh positif yang signifikan *size* terhadap *leverage*.
 - f. Berpengaruh positif yang signifikan *tangibility* terhadap *leverage*.
 - g. Berpengaruh negatif yang tidak signifikan antara *profitability* terhadap *leverage*.
 - h. Berpengaruh positif yang tidak signifikan *non - debt tax shield* terhadap *leverage*.

- i. Berpengaruh positif yang tidak signifikan *cash flow* terhadap *investment decision*.
 - j. Berpengaruh positif yang tidak signifikan *profitability* terhadap *investment decision*.
 - k. Berpengaruh positif yang tidak signifikan *investment opportunity* terhadap *investment decision*.
2. Kesimpulan dalam perspektif *convergence – interest hypothesis*
- a. Berdasarkan hasil penelitian disimpulkan bahwa semakin besar *managerial ownership capital structure*, tetapi semakin besar *capital structure*, maka semakin tinggi *managerial ownership*. Dengan demikian terdapat penyelarasan kepentingan antara *principal* dengan *agent* yang artinya bahwa *convergence-interest hypothesis* terbukti. *Managerial ownership* dan *capital structure* signifikan saling mempengaruhi.
 - b. *Managerial ownership* dan *investment decision* saling mempengaruhi secara signifikan. Semakin besar investasi, maka semakin besar pula *managerial ownership*. Dan juga semakin besar *managerial ownership* makin tinggi investasi yang dilakukan karena pihak manajemen akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian terdapat penyelarasan kepentingan antara *principal* dengan *agent* yang artinya bahwa *convergence-interest hypothesis* terbukti dalam penelitian ini.

5.2 Keterbatasan

Keterbatasan yang terdapat pada penelitian ini adalah:

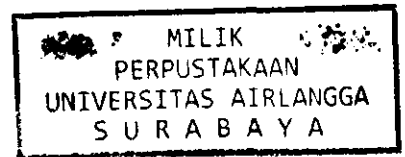
1. Terdapat data outlier pada penelitian ini, sehingga peneliti harus membuang outlier tersebut.
2. Pembatasan penelitian dilakukan pada perusahaan non – keuangan. Sehingga saat dilakukan metode *purposive sampling* didapati sampel perusahaan yang memenuhi kriteria hanya 14 perusahaan sehingga sangat sedikit sampel yang digunakan.

5.3 Saran

Beberapa saran untuk penelitian lanjutan antaralain:

1. Menambahkan variabel yang berbeda, misalnya keputusan pemberian dividen, menambahkan periode waktu pengambilan sampel sehingga lebih banyak sampel dapat diteliti.
2. Mempertimbangkan pengambilan sampel di sektor lain yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia.
3. Disarankan kepada perusahaan untuk menjaga keseimbangan kepentingan antara *principal* dan *agen* dengan cara menyeimbangkan *managerial ownership* sebagai upaya untuk meningkatkan *capital structure* dan *investment decision*.

DAFTAR PUSTAKA



DAFTAR PUSTAKA

- Afendi, A. (2014). "Struktur Kepemilikan Manajerial, Risiko Bisnis, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan". *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Volume 10, Nomor 1.
- Alipour, M., Mir, F.S.M., dan Hojjatollah, D. (2015). "*Determinan of Capital Structure: An Empirical Study of Firm in Iran*". *International Journal of Law and Management*, Vol. 57 No.1, pp 53 – 83.
- Bangun, T.D. (2015). "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas, dan Leverage terhadap Keputusan Investasi pada Perusahaan Food and Beverage di Bursa Efek Indonesia (BEI)", STIE Perbanas, Surabaya.
- Brown, M.J. (2018). "*Analysis of Contemporary Capital Structure Theories*", Dissertation, Northcentral University, California.
- Callaghan, O.S. (2015). "*Agency Problems and Ownership Structure in Large Private Firms in the UK*", Thesis, Bagor University.
- Corina, A., Murhadi, W. R. and Wijaya, L. I. (2018) "Pengaruh Profitability, Tangibility, Size, Growth, dan Liquidity Terhadap Leverage Badan Usaha yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015", *CALYPTRA*, 6(2), pp. 1001–1017.
- Diastari, A., dan Devie. (2017). "Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Firm Performance melalui Dividend Policy sebagai Variabel Intervening di Indonesia pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI)", *Business Accounting Review*, Vol. 5, No. 2, 457 – 468.
- Erkaningrum, I. (2013). "*Interactions Among Insider Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Investment Decision, and Business Risk*". *Journal of Indonesian Economy and Business*, Volume 28, Nomor 1, 132 – 148.
- Faisal. (2013). "Pengaruh Kepemilikan Insider dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia: A Piecewise Linear Regression Analysis", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. 20, No. 2, 113 – 130.
- Gugler, K., Mueller, C.D., dan Yurtoglu, B.B. (2008). "*Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison*". *Journal of Corporate Finance* 14, 688 – 705.

- Handriani, E., dan Irianti, E.T. (2015). *“Investment Opportunity Set (IOS) Berbasis Pertumbuhan Perusahaan dan Kaitannya dengan Upaya Peningkatan Nilai Perusahaan”*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Volume 18, Nomor 1.
- Haruman, T. (2008) *“Pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan”*. Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak.
- Hayat, M., Man, W., dkk. (2018). *“Impact Managerial and Institutional Ownership on Capital Structure: A Comparison Between China & USA”*. European Journal of Business and Management, Vol.10, No.24
- Hidayat, R. (2010) *“Investment Decision and Financial Constraints: Empirical Study on Indonesian Stock Exchange”*, Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan” 12(4), pp. 425–446.
- He, W., dan Nyo, A.K. (2018). *“Ownership Structure and Investment Decisions of Chinese SOEs”*. Research in International Business and Finance 43, 48 – 57.
- Herdianti, W., dan Achmad, H. (2018). *“Pengaruh Leverage, Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Keputusan Investasi”*. Jurnal Administrasi dan bisnis, Vol. 55. No. 2, Universitas Brawijaya, Malang.
- Imanta, D., dan Rutji, S. (2011). *“Faktor – faktor Yang Mempengaruhi Kepemilikan Manajerial”*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol. 13, No. 1, 67 – 80.
- Kartika, N. (2006). *“Penggunaan Path Analysis untuk Memediasi Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Risiko dalam menekan Konflik Keagenan”*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol. 8, No. 2, 135 – 150.
- Kumar, Satish., Sisira, C., dan Purnima, R. (2017). *“Research on Capital Structure Determinants: A review and Future Directions”*. International Journal of Managerial Finance, Vol. 13 No.2, pp106 – 132.
- Kusumawati, E., dan Adi, S. (2019). *“The Effect of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Company Growth, Liquidity and Profitability on Compay Value”*. Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol. 4, No. 2.
- Li, L., Silvia, Z., dan Islam. (2019). *“Firm and Industry Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the Australian Market”*. International Review of Economics and Finance 59, 425 – 437.

- Liviani, S. (2016) “Uji Model Keseimbangan Teori Keagenan: Pengaruh Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen Terhadap Kepemilikan Manajerial”, *CALYPTRA*, 4(2), pp. 1–18.
- Lumapow, S.L. (2018). “*The Influence of Managerial Ownership and Firm Size on Debt Policy*”. *International Journal of Applied Business & International Management*, Volume 3, Nomor 1.
- Mahadwartha, P.A., dan Ismiyanti, F. (2008). “*Debt Policy, Free Cash Flow Hypothesis, and Balancing of Agency Theory Through Ownership: Evidence from Indonesia*”. *Corporate Ownership and Control*. Volume 5, Issue 2, Winter.
- Moradi, A., dan Elisabeth, P. (2019). “*The Firm Specific Determinants of Capital Structure – An Empirical Analysis of Firm before and During Euro Crisis*”. *Research in International Business and Finance* 47, 150 – 161.
- Mulyati, S., dan Rauzatul, J. (2019). “Pengaruh Efek Entrenchment, Alignment dan Dewan Komisaris Independen terhadap Voluntary Disclosure pada Perusahaan Otomotif”, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Volume 7, Nomor 1, pp. 33 – 50.
- Mulyono, B. (2009). “Pengaruh Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen”, Tesis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Mursalim., Hendragunawan., Alamzah, N., dkk. (2015). “*Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value: Study on Manufacturing Company Listed in Indonesian Stock Exchange*”. *Information Management and Business Review*, Vol. 7, No. 2.
- Mustaruddin., Aristya, D., dkk. (2017). “*Asymmetric Information and Capital Structure: Empirical Evidence from Indonesia Stock Exchange*” *International Journal of Economics and Financial Issues* 7(6), 8 – 15.
- Nanda, D. W. and Retnani, E. D. (2017) “Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Resiko Bisnis terhadap Struktur Modal”, *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 6(3).
- Natasari, Y.E. (2014). “*Pengaruh Business Risk, Non Debt Tax Shield, Dividend Payout Ratio dan Tangibility Asset terhadap Penggunaan Hutang*”. Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, Semarang.

- Prasetya, A.R., dan Agung, Y. (2019). *“Determinants of Investment Decisions with Growth Opportunities as Moderating Variable”*. Accounting Analysis Journal 8(1), 17-23.
- Primantara, A. A. N. A. D. Y. and Dewi, M. R. (2016). “Pengaruh likuiditas, profitabilitas, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan pajak terhadap struktur modal”. Udayana University
- Pujiati. (2015). “Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen dengan Likuiditas sebagai Variabel Pmoderasi”, Skripsi, Universitas Negeri Yogyakarta, Yogyakarta.
- Sitompul, S. and Khadijah, S. (2020) *“Analysis Net Profit, Dividend, Debt, Cash Flow, and Capital Net Working That Influence Investment Decisions on Manufacturing Companies”*, International Journal of Research and Review, 7(3).
- Rahayu, M., dan Nastiti, E.U. (2021). “Faktor – faktor yang Mempengaruhi Keputusan Investasi”. Jurnal IKRA – ITH Ekonomika, Vol. 4, No. 2.
- Rahmiati., dan Huda, N.P. (2015). “Pengaruh Kebijakan Dividen, Kesempatan Investasi, dan Profitabilitas terhadap Keputusan Investasi”. Jurnal Kajian Manajemen Bisnis, Volume 4, Nomor 2.
- Rizal, S.M. (2007). “Analisis Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Payout Ratio dan Return on Asset terhadap Capital Structure”, Tesis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Rohmayani, M., dan Ferdinand, D.S. (2014). “Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Debt Maturity pada Perusahaan Non – Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006 – 2012”, Universitas Indonesia.
- Ross, A.S., Westerfield, W.R., Jaffe, F.J., dkk. (2017). *“Corporate Finance”*, 12th Edition, Mc Graw Hill Education.
- Sari, H.D., Atim, D., dan Siti, A. (2013). “Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan”, Jurnal Aplikasi Manajemen, Volume 11, Nomor 1, Universitas Brawijaya, Malang.
- Sarkar, S., dan Chuanqian, Z. (2020). *“Investment and Financing Decisions with Learning – Curve Technology”*. Journal of Banking and Finance 121.

- Shan, G.Y. (2019). “*Managerial Ownership, Board Independence and Firm Performance*”. Accounting Research Journal, Vol. 32, No. 2, pp. 203 – 220.
- Sheikh, A., dan Siddiqui, A.D. (2019). “*Determinants of Corporate Investment Decision: Evidence from Pakistan*”, Karachi University Business School, Pakistan.
- Sun, J., Li, D., dkk. (2015). “*Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK*”. The British Accounting Review, 1 – 16.
- Tiara, C.G., Isnurhadi., dan Widiyanti, M. (2018). “*The Effect of Tangibility of Assets and Non-Debt Tax Shield Toward Capital Structure with Profitability as Intervening Variable of Manufacturing Companies Registered at Indonesian Stock Exchange*”. Russian Journal of Agricultural and Socio - Economic Sciences 6 (78).
- Ullah, E. (2017). “*Determinants of Corporate Investment Decision: Evidence from Pakistan Stock Exchange*”, Thesis, Capital University of Science & Technology, Pakistan.
- Vijayakumaran, Ratnam. (2021). “*Impact of Managerial Ownership on Investment and Liquidity Constraints: Evidence from Chinese Listed Companies*”. Research in International Business and Finance.
- Vo, V.X. (2017). “*Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Vietnam*”. Research in International Business and Finance 40, 105 – 113.
- Vo, V.X. (2019). “*Leverage and Corporate Investment – Evidence from Vietnam*”. Financial Research Letters 28, 1 – 5.
- Wahyuni, S., Arfan, M., dan Shabri M. (2015). “*Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Financial Leverage, dan Profitabilitas terhadap Keputusan Investasi Perusahaan Manufaktur di Indonesia*”. Jurnal Magister Akuntansi, Volume 4, Nomor 2.
- Wibowo, S. (2016). “*Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan*”, Tesis, Universitas Airlangga, Surabaya.
- Wikartika, I., dan Zumrotul, F. (2018). “*Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index*”. Jurnal Bisnis dan Manajemen, Volume 10, Nomor 2, 90 – 101.

- ZA, S. R., Zulpahmi, Z. and Sumardi, S. (2021) "Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal", *Journal of Financial and Tax*, 1(1), pp. 33–46
- Zarkasih, A.M., Mohamad, A., dan Reza, G. (2017). "Determinan Struktur Modal Badan Usaha Milik Negara di Indonesia", *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Terapan*, Volume 15, Nomor 2.
- Zikmund, G.W., Babin, J.B., Carr, C.J., dkk. (2013). "*Business Research Method*", 9thEdition, Cengage Learning.
- Zogning, F. (2017). "*Agency Theory: A Critical Review*". *European Journal of Business and Management*, Vol.9, No.2

LAMPIRAN

LAMPIRAN 1

DATA PERUSAHAAN SEMUA VARIABEL 2006-2020 (FULL DATA)

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
1	BRNA	2006	0,101	0,330	0,029	12,926	0,158	0,493	0,027	0,368	-21286	41,500
		2007	0,101	0,356	-0,057	12,867	0,168	0,504	0,069	0,451	86	34,315
		2008	0,109	0,315	0,116	12,977	0,150	0,463	0,093	0,478	7066	29,112
		2009	0,109	0,233	0,174	13,137	0,128	0,422	0,097	0,463	22055	13,938
		2010	0,109	0,192	0,086	13,219	0,118	0,448	0,111	0,488	41602	5,375
		2011	0,109	0,123	0,169	13,375	0,101	0,522	0,124	0,483	88820	5,846
		2012	0,101	0,112	0,196	13,555	0,084	0,555	0,139	0,478	89754	0,687
		2013	0,094	0,133	0,460	13,933	0,058	0,568	0,028	0,398	89655	1,008
		2014	0,072	0,309	0,186	14,104	0,049	0,539	0,100	0,381	194199	0,779
		2015	0,066	0,264	0,365	14,415	0,036	0,660	0,124	0,088	272757	1,505
		2016	0,051	0,239	0,147	14,552	0,031	0,573	0,103	0,138	78746	0,957
		2017	0,051	0,248	-0,334	14,146	0,047	0,809	0,027	0,284	-14298	0,703
		2018	0,051	0,208	0,769	14,716	0,026	0,611	0,034	0,039	-2001	0,956
2019	0,051	0,207	-0,081	14,632	0,029	0,662	0,029	0,120	108004	0,946		
2020	0,051	0,232	-0,131	14,491	0,033	0,574	0,024	0,196	82046	0,653		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
2	BRPT	2006	0,008	0,102	-0,241	14,369	1,950	0,136	-0,110	0,402	-245634	9,126
		2007	0,003	0,176	8,724	16,644	0,201	0,594	-0,002	0,422	-55609	4,869
		2008	0,004	0,347	0,020	16,663	0,197	0,685	-0,107	0,563	-882343	16,640
		2009	0,004	0,298	-0,039	16,623	0,205	0,593	0,067	0,535	786397	7,099
		2010	0,005	0,252	-0,033	16,589	0,212	0,573	0,036	0,575	180253	7,326
		2011	0,005	0,300	0,146	16,767	0,177	0,585	0,012	0,013	-63791	18,742
		2012	0,005	0,310	0,077	16,841	0,165	0,599	-0,031	0,049	-787158	33,622
		2013	0,015	0,271	0,380	17,163	0,119	0,555	0,004	0,077	-294000	46,297
		2014	0,016	0,334	0,017	17,180	0,117	0,618	0,014	0,110	-1816240	63,367
		2015	0,016	0,289	0,153	17,322	0,102	0,705	0,029	0,147	473600	199,194
		2016	0,016	0,225	0,147	17,459	0,089	0,616	0,159	0,128	5355000	21,514
		2017	0,712	0,207	0,292	17,715	0,069	0,468	0,122	0,116	1247520	4,426
		2018	0,732	0,450	0,979	18,398	0,035	0,334	0,094	0,075	5622210	4,453
2019	0,718	0,462	0,039	18,437	0,033	0,360	0,059	0,090	-1923856	0,291		
2020	0,722	0,473	0,099	18,531	0,030	0,347	0,055	0,100	3327141	0,419		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
3	BTON	2006	0,094	0,030	0,215	10,424	0,322	0,429	0,036	0,460	-289	3,015
		2007	0,094	0,025	0,380	10,747	0,234	0,231	0,256	0,428	3307	4,376
		2008	0,094	0,018	0,517	11,163	0,154	0,125	0,353	0,310	21071	3,879
		2009	0,094	0,021	-0,010	11,153	0,156	0,102	0,243	0,342	-15647	5,529
		2010	0,094	0,020	0,287	11,406	0,121	0,079	0,130	0,283	16398	5,065
		2011	0,094	0,016	0,322	11,684	0,091	0,083	0,167	0,222	-29149	6,470
		2012	0,094	0,015	0,222	11,885	0,075	0,101	0,175	0,186	20445	3,714
		2013	0,094	0,013	0,214	12,079	0,062	0,085	0,053	0,158	3072	3,986
		2014	0,094	0,015	-0,011	12,068	0,062	0,082	0,030	0,166	4375	4,211
		2015	0,094	0,015	0,051	12,118	0,059	0,072	-0,026	0,164	1770	4,175
		2016	0,394	0,018	-0,032	12,086	0,061	0,067	-0,056	0,177	-2650	1,582
		2017	0,394	0,020	0,035	12,120	0,065	0,060	0,071	0,177	2038	1,901
2018	0,394	0,017	0,185	12,289	0,055	0,046	0,107	0,154	23003	1,106		
2019	0,394	0,020	0,061	12,348	0,052	0,038	0,024	0,151	21430	1,218		
2020	0,394	0,021	0,019	12,367	0,051	0,039	-0,003	0,151	14586	0,874		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
4	DPNS	2006	0,019	0,080	0,018	11,892	0,092	0,104	-0,005	0,200	-4538	0,880
		2007	0,018	0,092	0,069	11,958	0,086	0,098	-0,003	0,200	2020	1,063
		2008	0,018	0,101	-0,086	11,868	0,094	0,096	-0,111	0,236	15933	1,271
		2009	0,066	0,148	-0,001	11,867	0,094	0,078	0,051	0,244	16823	0,888
		2010	0,063	0,138	0,232	12,076	0,077	0,061	0,046	0,206	5871	1,046
		2011	0,057	0,110	-0,019	12,057	0,078	0,065	-0,043	0,218	-4031	0,676
		2012	0,057	0,089	0,071	12,126	0,073	0,059	0,125	0,212	-11918	1,479
		2013	0,057	0,064	0,389	12,454	0,052	0,046	0,166	0,154	-16782	1,682
		2014	0,057	0,068	0,049	12,502	0,050	0,047	0,064	0,152	2613	2,252
		2015	0,057	0,070	0,021	12,523	0,049	0,045	0,043	0,156	3319	2,012
		2016	0,057	0,072	0,079	12,599	0,045	0,040	0,041	0,149	12380	2,099
		2017	0,060	0,071	0,042	12,639	0,044	0,036	0,025	0,148	-11069	2,405
		2018	0,060	0,061	0,044	12,683	0,042	0,034	0,038	0,144	-14507	2,741
2019	0,060	0,086	-0,013	12,670	0,042	0,032	0,017	0,149	855	3,398		
2020	0,060	0,100	-0,003	12,668	0,042	0,028	0,014	0,152	10572	3,140		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
5	INCI	2006	0,083	0,006	-0,036	12,060	0,658	0,213	0,017	0,429	19352	4,725
		2007	0,083	0,007	0,040	12,099	0,632	0,167	-0,002	0,450	73	4,239
		2008	0,083	0,010	-0,024	12,075	0,648	0,137	-0,022	0,498	17	13,785
		2009	0,083	0,021	-0,102	11,968	0,721	0,118	0,025	0,594	11728	5,572
		2010	0,083	0,031	-0,149	11,806	0,848	0,092	-0,133	0,745	3185	3,843
		2011	0,094	0,040	-0,066	11,738	0,908	0,054	-0,099	0,846	5742	3,884
		2012	0,083	0,030	0,057	11,793	0,859	0,176	0,081	0,802	-16202	3,462
		2013	0,083	0,029	0,029	11,821	0,835	0,299	0,079	0,797	-9507	3,849
		2014	0,110	0,028	0,087	11,905	0,768	0,340	0,077	0,744	-19414	4,221
		2015	0,138	0,026	0,146	12,041	0,670	0,286	0,113	0,682	22079	3,701
		2016	0,337	0,023	0,589	12,504	0,422	0,477	0,049	0,460	-10909	5,620
		2017	0,337	0,023	0,128	12,624	0,374	0,863	0,073	0,409	3756	6,532
		2018	0,337	0,021	0,288	12,877	0,290	0,447	0,056	0,320	3288	3,327
2019	0,337	0,023	0,036	12,913	0,280	0,437	0,044	0,312	8170	4,430		
2020	0,362	0,327	-0,905	10,556	2,960	4,698	11,587	3,329	46911	2,152		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
6	LMIPI	2006	0,000	0,154	0,007	13,140	0,040	0,311	0,026	0,311	2313	2,206
		2007	0,000	0,120	0,045	13,184	0,039	0,324	0,026	0,332	-17706	2,420
		2008	0,000	0,101	0,053	13,236	0,037	0,298	0,033	0,348	-20602	5,568
		2009	0,000	0,093	-0,035	13,200	0,038	0,298	0,033	0,399	6705	1,841
		2010	0,000	0,058	0,127	13,319	0,034	0,302	0,026	0,386	-24824	1,476
		2011	0,000	0,088	0,126	13,438	0,030	0,335	0,034	0,374	-29839	1,970
		2012	0,000	0,070	0,188	13,611	0,025	0,336	0,035	0,341	-15654	1,593
		2013	0,000	0,059	0,009	13,620	0,025	0,341	0,019	0,363	-30831	1,834
		2014	0,000	0,053	-0,016	13,603	0,025	0,326	0,044	0,394	5903	2,263
		2015	0,000	0,051	-0,020	13,584	0,026	0,330	0,049	0,415	3030	3,522
		2016	0,000	0,047	0,022	13,605	0,025	0,323	0,052	0,423	6621	3,000
		2017	0,684	0,117	0,030	13,635	0,025	0,314	0,003	0,430	-33481	2,235
		2018	0,684	0,097	-0,057	13,576	0,026	0,331	-0,024	0,476	13929	2,277
2019	0,684	0,060	-0,062	13,511	0,028	0,349	-0,029	0,531	4481	3,225		
2020	0,684	0,063	-0,053	13,456	0,029	0,333	-0,031	0,579	24266	2,877		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
7	LMSH	2006	0,256	0,067	0,074	10,683	0,325	0,257	0,099	0,326	-711	0,018
		2007	0,256	0,096	0,441	11,048	0,226	0,160	0,152	0,246	-387	0,017
		2008	0,256	0,088	-0,013	11,035	0,229	0,148	0,255	0,269	-77	0,013
		2009	0,256	0,153	0,175	11,196	0,195	0,332	0,052	0,245	-8096	0,020
		2010	0,256	0,125	0,074	11,267	0,181	0,298	0,146	0,248	9397	0,012
		2011	0,256	0,095	0,253	11,493	0,145	0,206	0,161	0,205	4607	0,013
		2012	0,256	0,047	0,311	11,764	0,110	0,185	0,352	0,170	5234	0,011
		2013	0,256	0,026	0,102	11,861	0,100	0,164	0,127	0,168	4949	0,016
		2014	0,252	0,033	-0,013	11,849	0,101	0,211	0,062	0,186	1485	0,020
		2015	0,256	0,077	-0,044	11,804	0,106	0,208	0,013	0,212	1515	0,021
		2016	0,237	0,062	0,217	12,000	0,087	0,380	0,048	0,187	-13896	0,030
		2017	0,206	0,066	-0,010	11,990	0,088	0,347	0,107	0,205	5470	0,022
		2018	0,206	0,063	-0,007	11,983	0,089	0,335	0,030	0,226	-2730	0,024
2019	0,206	0,082	-0,081	11,899	0,096	0,351	-0,133	0,261	-6672	0,025		
2020	0,206	0,083	-0,025	11,874	0,099	0,345	-0,061	0,288	-161	0,027		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
8	MLIA	2006	0,000	0,041	-0,082	15,145	0,059	0,599	-0,091	0,598	-34360	-15,554
		2007	0,000	0,044	0,011	15,157	0,058	0,557	-0,028	0,661	24653	-9,344
		2008	0,000	0,057	-0,024	15,133	0,060	0,510	0,036	0,729	169398	-16,669
		2009	0,000	0,066	-0,132	14,991	0,069	0,528	0,011	0,931	481236	-8,062
		2010	0,000	0,940	0,399	15,327	0,049	0,725	0,036	0,733	220509	-0,873
		2011	0,001	0,715	0,350	15,627	0,037	0,763	0,042	0,596	48334	1,482
		2012	0,001	0,664	0,072	15,696	0,034	0,773	0,050	0,607	166174	3,981
		2013	0,001	0,649	0,096	15,788	0,031	0,773	0,067	0,604	247618	2,117
		2014	0,001	0,614	0,004	15,792	0,031	0,762	0,067	0,604	233697	1,903
		2015	0,001	0,597	-0,012	15,779	0,031	0,775	0,025	0,659	144954	1,637
		2016	0,001	0,552	0,084	15,860	0,029	0,782	0,018	0,656	53725	2,217
		2017	0,082	0,382	-0,328	15,462	0,043	0,751	0,056	0,710	121076	2,247
		2018	0,082	0,340	0,015	15,476	0,042	0,775	0,082	0,749	109854	1,406
2019	0,000	0,361	0,094	15,566	0,039	0,727	0,062	0,726	167077	2,735		
2020	0,000	0,329	-0,002	15,564	0,039	0,781	0,051	0,769	394646	0,791		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
9	PTSN	2006	0,933	0,085	9,505	13,336	0,107	0,608	0,046	0,350	-53335	5,089
		2007	0,700	0,027	0,386	13,663	0,077	0,492	-0,004	0,321	-120902	1,481
		2008	0,700	0,050	0,124	13,779	0,058	0,454	0,050	0,332	-8708	2,660
		2009	0,700	0,012	-0,067	13,710	0,073	0,461	-0,009	0,388	34211	7,574
		2010	0,700	0,021	-0,082	13,624	0,080	0,474	-0,048	0,437	-9778	9,967
		2011	0,700	0,025	-0,083	13,537	0,087	0,536	-0,009	0,486	-18100	9,233
		2012	0,700	0,027	0,184	13,706	0,074	0,461	0,008	0,586	68026	6,993
		2013	0,700	0,036	0,075	13,778	0,059	0,473	0,006	0,765	-12250	13,031
		2014	0,700	0,058	-0,155	13,609	0,081	0,484	-0,047	0,998	-49760	12,107
		2015	0,700	0,048	0,155	13,754	0,070	0,523	-0,047	1,113	-133200	15,974
		2016	0,700	0,046	0,045	13,797	0,057	0,499	0,028	1,162	-29750	21,122
		2017	0,700	0,072	-0,072	13,723	0,072	0,601	-0,002	1,195	-81360	6,207
		2018	0,700	0,052	3,381	15,200	0,017	0,236	0,056	0,202	-180466	0,823
2019	0,765	0,176	-0,429	14,640	0,029	0,532	0,012	0,403	-331358	0,701		
2020	0,765	0,189	-0,174	14,449	0,035	0,667	0,050	0,563	58116	0,975		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
10	PYFA	2006	0,230	20,669	0,086	11,328	0,085	0,716	0,049	0,198	-4527	2,524
		2007	0,230	0,044	0,145	11,463	0,074	0,628	0,044	0,219	-2897	1,600
		2008	0,230	0,043	0,037	11,499	0,072	0,575	0,062	0,243	-1608	2,681
		2009	0,230	0,052	0,020	11,519	0,070	0,537	0,068	0,282	2881	1,285
		2010	0,230	0,077	-0,006	11,512	0,071	0,529	0,057	0,333	6559	1,177
		2011	0,230	0,095	0,173	11,679	0,060	0,467	0,059	0,311	-1235	0,906
		2012	0,230	0,145	0,151	11,819	0,052	0,487	0,065	0,305	-13318	0,987
		2013	0,230	0,185	0,289	12,073	0,040	0,557	0,070	0,311	-18938	0,947
		2014	0,230	0,171	-0,002	12,071	0,040	0,525	0,028	0,358	-2042	0,973
		2015	0,230	0,139	-0,084	11,983	0,044	0,526	0,063	0,448	13704	1,020
		2016	0,230	0,141	0,044	12,026	0,042	0,479	0,063	0,470	4476	1,021
		2017	0,230	0,178	-0,045	11,980	0,044	0,476	0,076	0,534	17627	1,135
		2018	0,230	0,187	0,172	12,139	0,038	0,483	0,078	0,473	-15615	1,201
2019	0,230	0,204	0,020	12,159	0,037	0,463	0,080	0,481	14217	1,177		
2020	0,230	0,115	0,198	12,340	0,031	0,370	0,141	0,388	-6583	0,302		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
11	SKLT	2006	0,000	0,362	0,004	11,459	0,278	0,273	0,025	0,929	1252	0,136
		2007	0,001	0,179	0,928	12,116	0,144	0,495	-0,006	0,035	-867	2,111
		2008	0,001	0,205	0,100	12,211	0,131	0,456	0,035	0,067	2563	1,837
		2009	0,001	0,185	-0,024	12,187	0,134	0,507	0,009	0,109	744	1,242
		2010	0,001	0,160	0,016	12,203	0,132	0,487	0,029	0,154	-568	1,388
		2011	0,001	0,144	0,080	12,275	0,123	0,468	0,042	0,189	793	1,421
		2012	0,001	0,126	0,166	12,428	0,105	0,407	0,052	0,207	1416	1,148
		2013	0,001	0,121	0,209	12,618	0,087	0,417	0,065	0,218	-5460	1,217
		2014	0,001	0,111	0,098	12,712	0,079	0,408	0,080	0,250	1045	0,793
		2015	0,003	0,175	0,137	12,840	0,070	0,394	0,089	0,261	9908	0,628
		2016	0,003	0,181	0,507	13,250	0,046	0,527	0,059	0,202	-10487	1,606
		2017	0,008	0,184	0,120	13,363	0,041	0,490	0,065	0,208	-25451	0,465
		2018	0,008	0,156	0,174	13,524	0,035	0,433	0,072	0,199	-17400	0,374
2019	0,008	0,148	0,058	13,581	0,033	0,456	0,103	0,213	18316	0,388		
2020	0,008	0,155	-0,021	13,559	0,034	0,459	0,097	0,250	90315	0,423		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
12	SRSN	2006	0,001	0,172	-0,023	12,708	0,054	0,502	0,149	0,481	12299	0,219
		2007	0,000	0,443	0,011	12,719	0,054	0,335	0,161	0,477	37082	0,092
		2008	0,000	0,104	0,176	12,881	0,046	0,277	0,176	0,367	23925	0,317
		2009	0,000	0,117	0,053	12,933	0,043	0,242	0,107	0,380	-26655	0,579
		2010	0,000	0,091	-0,120	12,805	0,049	0,253	0,064	0,461	4828	0,676
		2011	0,000	0,076	-0,008	12,797	0,050	0,237	0,109	0,490	29450	0,830
		2012	0,121	0,053	0,113	12,904	0,045	0,200	0,078	0,462	-7951	0,956
		2013	0,094	0,039	0,046	12,950	0,043	0,281	0,095	0,464	37053	1,117
		2014	0,116	0,038	0,101	13,046	0,039	0,264	0,086	0,442	5549	1,168
		2015	0,116	0,053	0,239	13,261	0,031	0,219	0,062	0,371	-80707	1,208
		2016	0,116	0,054	0,249	13,483	0,025	0,307	0,028	0,311	74133	1,428
		2017	0,345	0,060	-0,090	13,389	0,027	0,324	0,063	0,360	82052	1,476
		2018	0,290	0,038	0,052	13,440	0,026	0,327	0,095	0,359	23570	1,347
2019	0,279	0,060	0,135	13,566	0,023	0,294	0,091	0,332	5015	1,325		
2020	0,280	0,057	0,164	13,718	0,020	0,353	0,090	0,302	-50651	1,714		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
13	ULTJ	2006	0,000	0,062	-0,004	14,038	0,366	0,633	0,053	0,255	41962	2,881
		2007	0,057	0,218	0,091	14,125	0,336	0,562	0,054	0,283	-106845	1,967
		2008	0,081	0,091	0,277	14,370	0,263	0,440	-0,038	0,260	25271	2,183
		2009	0,147	0,089	0,008	14,365	0,264	0,467	0,073	0,302	-83988	3,132
		2010	0,147	0,114	0,158	14,512	0,228	0,469	0,092	0,300	51948	1,635
		2011	0,033	0,078	0,086	14,594	0,210	0,491	0,084	0,312	57985	1,980
		2012	0,033	0,063	0,111	14,700	0,189	0,405	0,177	0,319	457026	1,836
		2013	0,033	0,058	0,161	14,849	0,163	0,344	0,151	0,313	101062	0,677
		2014	0,033	0,055	0,038	14,886	0,157	0,344	0,128	0,349	16717	0,917
		2015	0,033	0,051	0,214	15,080	0,129	0,328	0,196	0,329	418591	1,068
		2016	0,033	0,037	0,198	15,260	0,108	0,246	0,210	0,310	735306	1,150
		2017	0,338	0,030	0,224	15,462	0,088	0,258	0,185	0,281	720712	0,304
		2018	0,345	0,026	0,071	15,530	0,082	0,262	0,161	0,281	223577	0,329
2019	0,351	0,018	0,189	15,704	0,069	0,236	0,191	0,254	792996	0,310		
2020	0,472	0,188	0,325	15,985	0,052	0,196	0,156	0,205	-1609379	0,273		

NO	KODE	TAHUN	MO	LEV	INV	SIZE	BR	TANG	PROF	NDTS	FCF	IO
14	SSTM	2006	0,103	0,113	-0,022	13,686	0,015	0,563	-0,022	0,180	6328	1,337
		2007	0,081	0,227	0,023	13,709	0,015	0,521	0,021	0,362	-25192	0,673
		2008	0,067	0,220	0,002	13,711	0,015	0,488	-0,027	0,390	-28131	0,964
		2009	0,076	0,213	-0,026	13,685	0,015	0,468	0,008	0,426	1853	1,070
		2010	0,080	0,356	-0,005	13,679	0,016	0,449	-0,008	0,478	2643	1,227
		2011	0,080	0,341	-0,033	13,645	0,016	0,443	-0,035	0,534	27702	1,419
		2012	0,080	0,341	-0,071	13,645	0,017	0,470	0,005	0,599	12035	1,816
		2013	0,080	0,267	-0,010	13,605	0,017	0,481	-0,004	0,650	41815	2,937
		2014	0,080	0,236	-0,035	13,595	0,018	0,483	-0,029	0,720	15944	2,146
		2015	0,080	0,202	-0,067	13,559	0,019	0,476	-0,031	0,819	25188	4,009
		2016	0,363	0,194	-0,071	13,490	0,020	0,474	-0,032	0,932	34897	0,624
		2017	0,363	0,348	-0,097	13,416	0,022	0,484	-0,036	1,075	24632	0,477
		2018	0,363	0,382	-0,072	13,314	0,024	0,475	-0,022	1,167	13235	0,407
2019	0,372	0,288	-0,084	13,240	0,026	0,486	-0,019	1,310	32327	0,323		
2020	0,354	0,271	-0,064	13,151	0,028	0,487	-0,022	1,432	34586	0,279		

LAMPIRAN 2
ANALISIS DESKRIPTIF

Full Data

OLAP Cubes						
	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Managerial Ownership	2006	14	.000	.933	.131	.246
	2007	14	.000	.700	.116	.187
	2008	14	.000	.700	.117	.187
	2009	14	.000	.700	.126	.185
	2010	14	.000	.700	.126	.185
	2011	14	.000	.700	.119	.186
	2012	14	.000	.700	.126	.184
	2013	14	.000	.700	.124	.183
	2014	14	.000	.700	.126	.183
	2015	14	.000	.700	.128	.183
	2016	14	.000	.894	.217	.278
	2017	14	.008	.894	.358	.285
	2018	14	.008	.894	.356	.288
	2019	14	.000	.894	.354	.300
	2020	14	.000	.894	.363	.302
Total		210	.000	.933	.192	.244

OLAP Cubes						
	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Investment Decision	2006	14	-.241	9.505	.681	2.542
	2007	14	-.057	8.724	.803	2.295
	2008	14	-.086	.517	.091	.155
	2009	14	-.132	.175	.000	.088
	2010	14	-.149	.399	.070	.158
	2011	14	-.083	.350	.107	.139
	2012	14	-.071	.311	.132	.092
	2013	14	-.010	.460	.175	.153
	2014	14	-.155	.186	.025	.080
	2015	14	-.084	.365	.090	.133
	2016	14	-.071	.589	.159	.189
	2017	14	-.334	.292	-.008	.178
	2018	14	-.072	3.381	.428	.903
	2019	14	-.429	.189	-.008	.147
	2020	14	-.905	.325	-.041	.282
Total		210	-.905	9.505	.180	.927

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Capital Structure	2006	14	.006	20.669	1.591	5.492
	2007	14	.007	.443	.147	.130
	2008	14	.010	.347	.125	.106
	2009	14	.012	.298	.122	.088
	2010	14	.020	.940	.184	.237
	2011	14	.016	.715	.160	.185
	2012	14	.015	.664	.149	.178
	2013	14	.013	.649	.139	.170
	2014	14	.015	.614	.152	.170
	2015	14	.015	.597	.147	.157
	2016	14	.018	.552	.135	.143
	2017	14	.020	.382	.143	.119
	2018	14	.017	.450	.150	.145
	2019	14	.018	.462	.157	.137
	2020	14	.021	.473	.186	.129
Total		210	.006	20.669	.246	1.424

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Size	2006	14	10.424	15.145	12.657	1.411
	2007	14	10.747	16.644	12.964	1.621
	2008	14	11.035	16.663	13.043	1.599
	2009	14	11.153	16.623	13.038	1.565
	2010	14	11.267	16.589	13.096	1.573
	2011	14	11.493	16.767	13.193	1.592
	2012	14	11.764	16.841	13.320	1.564
	2013	14	11.821	17.163	13.471	1.581
	2014	14	11.849	17.180	13.494	1.576
	2015	14	11.604	17.322	13.576	1.612
	2016	14	12.000	17.459	13.712	1.598
	2017	14	11.980	17.715	13.690	1.605
	2018	14	11.983	18.398	13.939	1.763
	2019	14	11.899	18.437	13.919	1.763
	2020	14	10.556	18.531	13.765	1.989
Total		210	10.424	18.531	13.392	1.620

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Business Risk	2006	14	.015	1.950	.322	.501
	2007	14	.015	.632	.167	.162
	2008	14	.015	.648	.155	.161
	2009	14	.015	.721	.157	.177
	2010	14	.016	.848	.158	.209
	2011	14	.016	.908	.151	.225
	2012	14	.017	.859	.136	.214
	2013	14	.017	.835	.122	.209
	2014	14	.018	.768	.115	.192
	2015	14	.019	.670	.103	.167
	2016	14	.020	.422	.078	.103
	2017	14	.022	.374	.075	.089
	2018	14	.017	.290	.059	.070
	2019	14	.023	.280	.058	.067
	2020	14	.020	2.960	.249	.781
Total	210	.015	2.960	.140	.284	

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tangibility	2006	14	.104	.716	.417	.199
	2007	14	.098	.628	.405	.181
	2008	14	.096	.685	.369	.188
	2009	14	.078	.593	.368	.174
	2010	14	.061	.725	.374	.200
	2011	14	.054	.763	.375	.217
	2012	14	.059	.773	.372	.207
	2013	14	.046	.773	.385	.203
	2014	14	.047	.762	.388	.200
	2015	14	.045	.775	.396	.226
	2016	14	.040	.782	.414	.204
	2017	14	.036	.863	.449	.251
	2018	14	.034	.775	.366	.198
	2019	14	.032	.727	.387	.200
	2020	14	.028	4.698	.691	1.172
Total	210	.028	4.698	.410	.358	

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profitability	2006	14	-.110	.149	.021	.066
	2007	14	-.028	.256	.053	.082
	2008	14	-.111	.353	.056	.130
	2009	14	-.009	.243	.060	.063
	2010	14	-.133	.146	.042	.072
	2011	14	-.099	.167	.046	.078
	2012	14	-.031	.352	.094	.097
	2013	14	-.004	.166	.066	.054
	2014	14	-.047	.128	.050	.048
	2015	14	-.047	.196	.050	.066
	2016	14	-.056	.210	.055	.068
	2017	14	-.036	.185	.060	.056
	2018	14	-.024	.161	.061	.049
	2019	14	-.133	.191	.038	.074
	2020	14	-.061	11.587	.868	3.086
Total	210	-.133	11.587	.108	.799	

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Non-Debt Tax Shield	2006	14	.180	.929	.392	.195
	2007	14	.035	.661	.349	.152
	2008	14	.067	.729	.364	.164
	2009	14	.109	.931	.403	.197
	2010	14	.154	.745	.416	.181
	2011	14	.013	.846	.377	.212
	2012	14	.049	.802	.380	.214
	2013	14	.077	.797	.389	.236
	2014	14	.110	.998	.418	.262
	2015	14	.066	1.113	.419	.299
	2016	14	.128	1.162	.408	.315
	2017	14	.116	1.195	.438	.337
	2018	14	.039	1.167	.347	.301
	2019	14	.090	1.310	.381	.321
	2020	14	.100	3.329	.622	.854
Total	210	.013	3.329	.407	.322	

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Cash Flow	2006	14	-245634	41962	-20119.571	68823.087
	2007	14	-120902	37082	18798.857	45685.596
	2008	14	-882343	169398	-48301.786	244606.681
	2009	14	-83988	786397	87874.786	240529.880
	2010	14	-24824	220509	36287.357	72481.914
	2011	14	-63791	88820	8377.714	39661.118
	2012	14	-787158	457026	-2292.214	258724.156
	2013	14	-294000	247618	9818.286	114243.020
	2014	14	-1816240	233697	-100423.500	500257.831
	2015	14	-133200	473600	84036.286	180116.081
	2016	14	-29750	5355000	449113.714	1425325.556
	2017	14	-81360	1247520	147087.429	372509.026
	2018	14	-180466	5622210	414281.929	1501365.732
	2019	14	-1923856	792996	-77785.571	581571.680
	2020	14	-1609379	3327141	172600.786	1016170.183
Total		210	-1923856	5622210	76117.119	645141.609

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Investment Opportunity	2006	14	-15.554	41.500	4.150	12.044
	2007	14	-9.344	34.315	3.563	9.481
	2008	14	-16.669	29.112	4.589	10.260
	2009	14	-8.062	13.938	2.979	4.985
	2010	14	-.873	9.967	2.810	3.085
	2011	14	.013	18.742	3.919	5.027
	2012	14	.011	33.622	4.449	8.589
	2013	14	.016	46.297	5.765	12.099
	2014	14	.020	63.367	6.937	16.517
	2015	14	.021	199.194	17.120	52.552
	2016	14	.030	21.514	4.569	7.219
	2017	14	.022	6.532	2.181	2.114
	2018	14	.024	4.453	1.484	1.278
	2019	14	.025	4.430	1.464	1.401
	2020	14	.027	3.140	1.064	1.008
Total		210	-16.669	199.194	4.470	15.656

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Managerial Ownership	210	.000	.933	.192	.244
Investment Decision	210	-.905	9.505	.180	.927
Capital Structure	210	.006	20.669	.246	1.424
Size	210	10.424	18.531	13.392	1.620
Business Risk	210	.015	2.960	.140	.284
Tangibility	210	.028	4.698	.410	.358
Profitability	210	-.133	11.587	.108	.799
Non-Debt Tax Shield	210	.013	3.329	.407	.322
Cash Flow	210	-1923856	5622210	76117.119	645141.609
Investment Opportunity	210	-16.669	199.194	4.470	15.656
Valid N (listwise)	210				

(Outlier Dibuang)

OLAP Cubes						
	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Managerial Ownership	2006	13	.000	.933	.123	.254
	2007	13	.000	.700	.125	.192
	2008	14	.000	.700	.117	.187
	2009	14	.000	.700	.126	.185
	2010	14	.000	.700	.126	.185
	2011	14	.000	.700	.119	.186
	2012	14	.000	.700	.126	.184
	2013	14	.000	.700	.124	.183
	2014	14	.000	.700	.126	.183
	2015	14	.000	.700	.128	.183
	2016	14	.000	.894	.217	.278
	2017	14	.008	.894	.358	.285
	2018	14	.008	.894	.356	.288
	2019	14	.000	.894	.354	.300
2020	13	.000	.894	.364	.314	
Total		207	.000	.933	.192	.245

OLAP Cubes						
	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Investment Decision	2006	13	-.241	9.505	.726	2.640
	2007	13	-.057	.928	.193	.275
	2008	14	-.086	.517	.091	.155
	2009	14	-.132	.175	.000	.088
	2010	14	-.149	.399	.070	.158
	2011	14	-.083	.350	.107	.139
	2012	14	-.071	.311	.132	.092
	2013	14	-.010	.460	.175	.153
	2014	14	-.155	.186	.025	.080
	2015	14	-.084	.365	.090	.133
	2016	14	-.071	.589	.159	.189
	2017	14	-.334	.292	-.008	.178
	2018	14	-.072	3.381	.428	.903
	2019	14	-.429	.189	-.008	.147
	2020	13	-.174	.325	.026	.138
	Total		207	-.429	9.505	.145

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	
Capital Structure	2006	13	.006	.362	.123	.109	
	2007	13	.007	.443	.144	.135	
	2008	14	.010	.347	.125	.106	
	2009	14	.012	.298	.122	.088	
	2010	14	.020	.940	.184	.237	
	2011	14	.016	.715	.160	.185	
	2012	14	.015	.664	.149	.178	
	2013	14	.013	.649	.139	.170	
	2014	14	.015	.614	.152	.170	
	2015	14	.015	.597	.147	.157	
	2016	14	.018	.552	.135	.143	
	2017	14	.020	.382	.143	.119	
	2018	14	.017	.450	.150	.145	
	2019	14	.018	.462	.157	.137	
	2020	13	.021	.473	.175	.127	
	Total		207	.006	.940	.147	.148

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	
Size	2006	13	10.424	15.145	12.759	1.414	
	2007	13	10.747	15.157	12.681	1.278	
	2008	14	11.035	16.663	13.043	1.599	
	2009	14	11.153	16.623	13.038	1.565	
	2010	14	11.267	16.589	13.096	1.573	
	2011	14	11.493	16.767	13.193	1.592	
	2012	14	11.764	16.841	13.320	1.564	
	2013	14	11.821	17.163	13.471	1.581	
	2014	14	11.849	17.180	13.494	1.576	
	2015	14	11.804	17.322	13.576	1.612	
	2016	14	12.000	17.459	13.712	1.598	
	2017	14	11.980	17.715	13.690	1.605	
	2018	14	11.983	18.398	13.939	1.763	
	2019	14	11.899	18.437	13.919	1.763	
	2020	13	11.874	18.531	14.012	1.834	
	Total		207	10.424	18.531	13.400	1.597

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Business Risk	2006	13	.015	1.950	.340	.517
	2007	13	.015	.632	.165	.168
	2008	14	.015	.648	.155	.161
	2009	14	.015	.721	.157	.177
	2010	14	.016	.848	.158	.209
	2011	14	.016	.908	.151	.225
	2012	14	.017	.859	.136	.214
	2013	14	.017	.835	.122	.209
	2014	14	.018	.768	.115	.192
	2015	14	.019	.670	.103	.167
	2016	14	.020	.422	.078	.103
	2017	14	.022	.374	.075	.089
	2018	14	.017	.290	.059	.070
	2019	14	.023	.280	.058	.067
	2020	13	.020	.099	.040	.020
Total		207	.015	1.950	.127	.207

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Tangibility	2006	13	.104	.633	.394	.187
	2007	13	.098	.628	.390	.179
	2008	14	.096	.685	.369	.188
	2009	14	.078	.593	.368	.174
	2010	14	.061	.725	.374	.200
	2011	14	.054	.763	.375	.217
	2012	14	.059	.773	.372	.207
	2013	14	.046	.773	.385	.203
	2014	14	.047	.762	.388	.200
	2015	14	.045	.775	.396	.226
	2016	14	.040	.782	.414	.204
	2017	14	.036	.863	.449	.251
	2018	14	.034	.775	.366	.198
	2019	14	.032	.727	.387	.200
	2020	13	.028	.781	.383	.219
Total		207	.028	.863	.397	.199

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profitability	2006	13	-.110	.149	.019	.069
	2007	13	-.028	.256	.057	.084
	2008	14	-.111	.353	.056	.130
	2009	14	-.009	.243	.060	.063
	2010	14	-.133	.146	.042	.072
	2011	14	-.099	.167	.046	.078
	2012	14	-.031	.352	.094	.097
	2013	14	-.004	.166	.066	.054
	2014	14	-.047	.128	.050	.048
	2015	14	-.047	.196	.050	.066
	2016	14	-.056	.210	.055	.068
	2017	14	-.036	.185	.060	.056
	2018	14	-.024	.161	.061	.049
	2019	14	-.133	.191	.038	.074
2020	13	-.061	.156	.043	.066	
Total	207	-.133	.353	.053	.074	

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Non-Debt Tax Shield	2006	13	.180	.929	.407	.195
	2007	13	.035	.661	.343	.157
	2008	14	.067	.729	.364	.164
	2009	14	.109	.931	.403	.197
	2010	14	.154	.745	.416	.181
	2011	14	.013	.846	.377	.212
	2012	14	.049	.802	.380	.214
	2013	14	.077	.797	.389	.236
	2014	14	.110	.998	.418	.262
	2015	14	.066	1.113	.419	.299
	2016	14	.128	1.162	.408	.315
	2017	14	.116	1.195	.438	.337
	2018	14	.039	1.167	.347	.301
	2019	14	.090	1.310	.381	.321
2020	13	.100	1.432	.413	.365	
Total	207	.013	1.432	.394	.251	

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Cash Flow	2006	13	-245634	41962	-21319.000	71480.880
	2007	13	-120902	37082	-15967.308	46254.767
	2008	14	-882343	169398	-48301.786	244606.681
	2009	14	-83988	786397	87874.786	240529.880
	2010	14	-24824	220509	36287.357	72481.914
	2011	14	-63791	88820	8377.714	39661.118
	2012	14	-787158	457026	-2292.214	258724.156
	2013	14	-294000	247618	9818.286	114243.020
	2014	14	-1816240	233697	-100423.500	500257.831
	2015	14	-133200	473600	84036.286	180116.081
	2016	14	-29750	5355000	449113.714	1425325.556
	2017	14	-81360	1247520	147087.429	372509.026
	2018	14	-180466	5622210	414281.929	1501365.732
	2019	14	-1923856	792996	-77785.571	581571.680
	2020	13	-1609379	3327141	182269.231	1056993.014
	Total	207	-1923856	5622210	77284.155	649728.914

OLAP Cubes

	Tahun	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Investment Opportunity	2006	13	-15.554	41.500	4.275	12.527
	2007	13	-9.344	34.315	3.462	9.860
	2008	14	-16.669	29.112	4.589	10.260
	2009	14	-8.062	13.938	2.979	4.985
	2010	14	-.873	9.967	2.810	3.085
	2011	14	.013	18.742	3.919	5.027
	2012	14	.011	33.622	4.449	8.589
	2013	14	.016	46.297	5.765	12.099
	2014	14	.020	63.367	6.937	16.517
	2015	14	.021	199.194	17.120	52.552
	2016	14	.030	21.514	4.569	7.219
	2017	14	.022	6.532	2.181	2.114
	2018	14	.024	4.453	1.484	1.278
	2019	14	.025	4.430	1.464	1.401
	2020	13	.027	3.140	.981	.998
	Total	207	-16.669	199.194	4.488	15.768

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Managerial Ownership	207	.000	.933	.192	.245
Investment Decision	207	-.429	9.505	.145	.715
Capital Structure	207	.006	.940	.147	.148
Size	207	10.424	18.531	13.400	1.597
Business Risk	207	.015	1.950	.127	.207
Tangibility	207	.028	.863	.387	.199
Profitability	207	-.133	.353	.053	.074
Non-Debt Tax Shield	207	.013	1.432	.394	.251
Cash Flow	207	-1923856	5622210	77284.155	649728.914
Investment Opportunity	207	-16.669	199.194	4.488	15.768
Valid N (listwise)	207				

LAMPIRAN 3

UJI TWO STAGE LEAST SQUARE DAN REGRESI (FULL DATA)

Full Data

Model I (Full data)

Two-stage Least Squares Analysis

Model Description

		Type of Variable
Equation 1	MANOWN	dependent
	CAP	predictor & instrumental
	INVDEC	predictor & instrumental
	SIZE	predictor & instrumental
	RISK	predictor & instrumental

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.147
	R Square	.022
	Adjusted R Square	.003
	Std. Error of the Estimate	.244

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	.271	4	.068	1.138	.340
	Residual	12.209	205	.060		
	Total	12.480	209			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	.197	.146		1.345	.180
	CAP	-.002	.012	-.009	-.136	.892
	INVDEC	.036	.018	.135	1.934	.054
	SIZE	.000	.011	-.002	-.027	.978
	RISK	-.044	.061	-.051	-.728	.467

Coefficient Correlations

		CAP	INVDEC	SIZE	RISK
Equation 1	Correlations	CAP	1.000	.006	.040
		INVDEC	.006	1.000	-.114
		SIZE	.040	-.114	1.000
		RISK	.031	.043	.195
					1.000

Model II

Regresi (Full Data)

Model Description

		Type of Variable
Equation 1	CAP	dependent
	MANOWN	predictor & instrumental
	SIZE	predictor & instrumental
	TANG	predictor & instrumental
	PROFIT	predictor & instrumental
	NDTS	predictor & instrumental

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.245
	R Square	.060
	Adjusted R Square	.037
	Std. Error of the Estimate	1.397

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	25.352	5	5.070	2.597	.027
	Residual	396.276	204	1.952		
	Total	423.628	209			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	1.819	.878		2.072	.040
	MANOWN	.158	.402	.027	.392	.695
	SIZE	-.157	.070	-.179	-2.243	.026
	TANG	2.063	.583	.518	3.537	.001
	PROFIT	-.628	.243	-.352	-2.588	.010
	NDTS	-.683	.408	-.154	-1.673	.096

Coefficient Correlations

		MANOWN	SIZE	TANG	PROFIT	NDTS	
Equation 1	Correlations	MANOWN	1.000	-.091	.134	-.086	-.142
		SIZE	-.091	1.000	-.511	.465	.153
		TANG	.134	-.511	1.000	-.774	-.362
		PROFIT	-.086	.465	-.774	1.000	-.079
		NDTS	-.142	.153	-.362	-.079	1.000

Model III

Regresi (Full Data)

Model Description

		Type of Variable
Equation 1	INVDEC	dependent
	MANOWN	predictor & instrumental
	CASH	predictor & instrumental
	PROFIT	predictor & instrumental
	IO	predictor & instrumental

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.162
	R Square	.026
	Adjusted R Square	.007
	Std. Error of the Estimate	.924

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	4.709	4	1.177	1.379	.243
	Residual	175.048	205	.854		
	Total	179.756	209			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	.084	.084		.993	.322
	MANOWN	.534	.263	.141	2.034	.043
	CASH	1.644E-8	.000	.011	.165	.869
	PROFIT	-.096	.080	-.083	-1.202	.231
	IO	.001	.004	.011	.161	.872

Coefficient Correlations

		MANOWN	CASH	PROFIT	IO	
Equation 1	Correlations	MANOWN	1.000	-.076	-.037	.038
		CASH	-.076	1.000	-.009	-.003
		PROFIT	-.037	-.009	1.000	.015
		IO	.038	-.003	.015	1.000

LAMPIRAN 4

UJI ASUMSI KLASIK (FULL DATA)

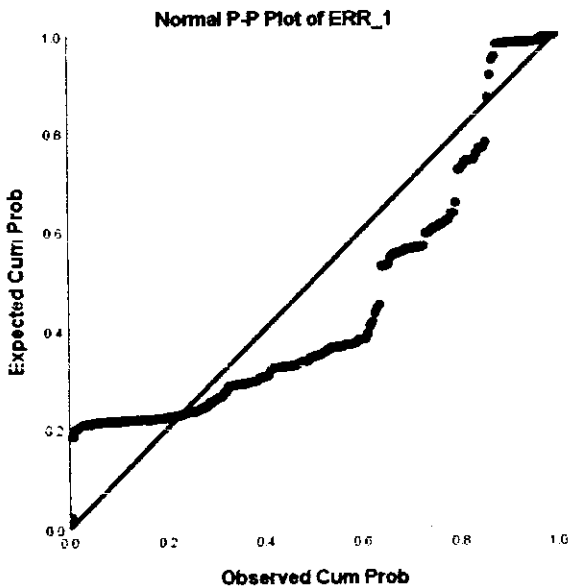
Model I (Full Data)

Normality

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ERR_1
N		210
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.24169052
Most Extreme Differences	Absolute	.229
	Positive	.229
	Negative	-.188
Test Statistic		.229
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.



Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Capital Structure	.998	1.002
	Investment Decision	.983	1.018
	Size	.946	1.057
	Business Risk	.957	1.045

a. Dependent Variable: Managerial Ownership

Autokorelasi

Model Summary^b

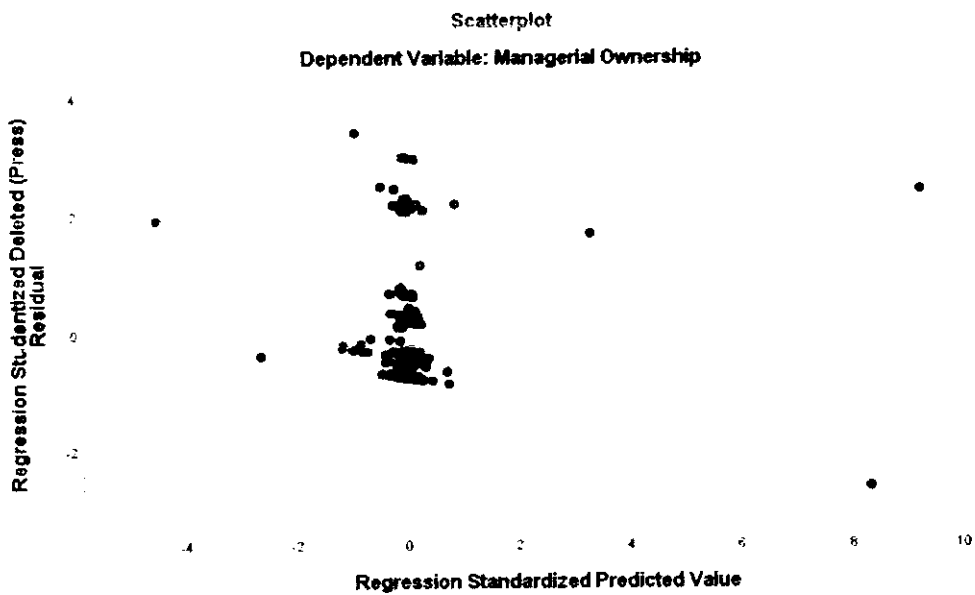
Model	Durbin-Watson
1	1.848 ^a

a. Predictors: (Constant), Business Risk,

Capital Structure, Investment Decision, Size

b. Dependent Variable: Managerial Ownership

Heteroskedastisitas



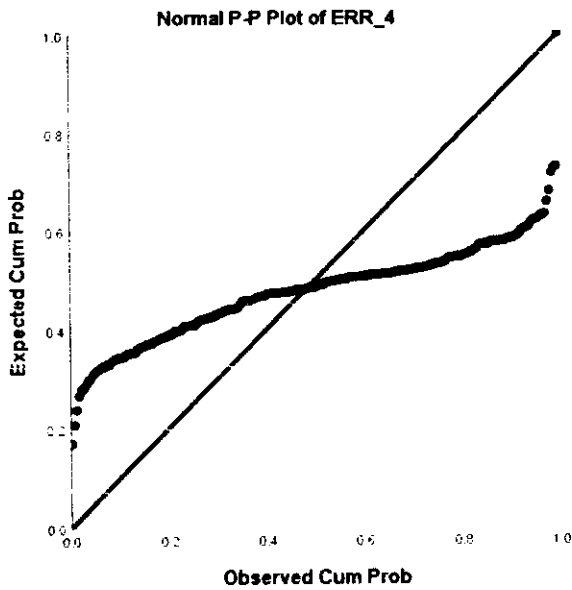
Model II (Full Data)

Normality

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

ERR_4		
N		210
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	1.38044425
Most Extreme Differences	Absolute	.340
	Positive	.340
	Negative	-.267
Test Statistic		.340
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.



Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Managerial Ownership	.970	1.031
	Size	.725	1.379
	Tangibility	.215	4.658
	Profitability	.248	4.025
	Non-Debt Tax Shield	.541	1.848

a. Dependent Variable: Capital Structure

Autokorelasi

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	2.010 ^a

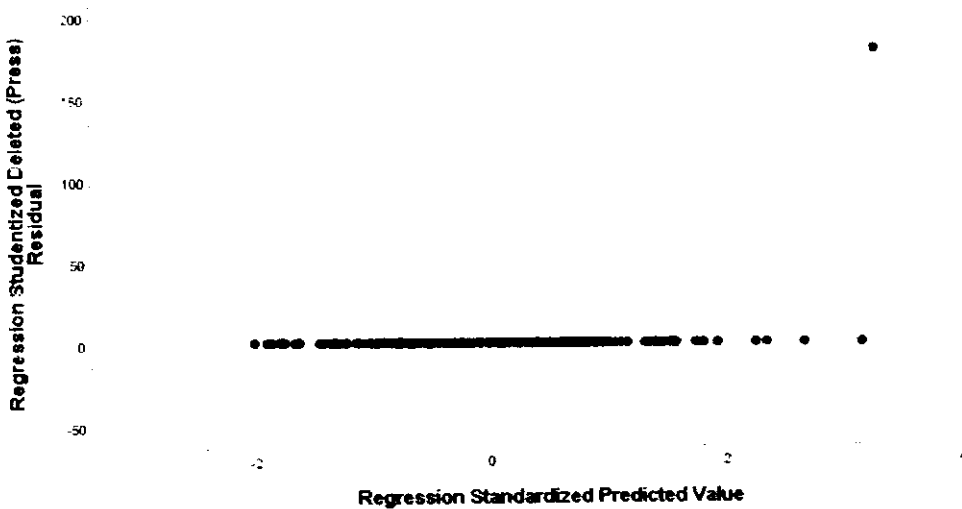
a. Predictors: (Constant), Non-Debt Tax Shield, Size, Managerial Ownership, Profitability, Tangibility

b. Dependent Variable: Capital Structure

Heteroskedastisitas

Scatterplot

Dependent Variable: Capital Structure



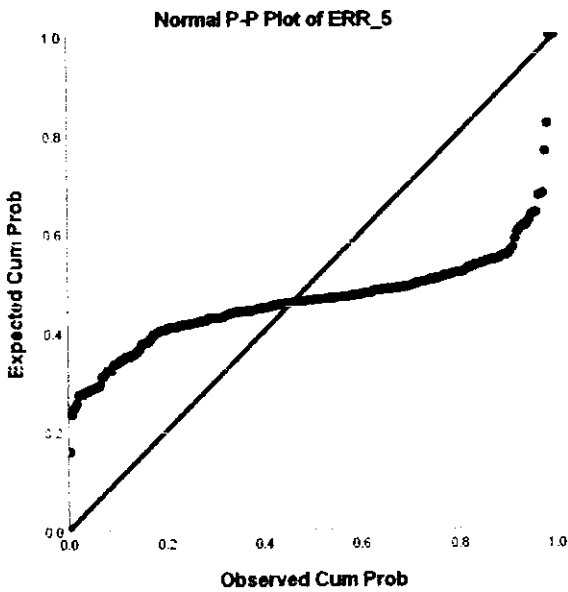
Model III (Full Data)

Normality

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ERR_5
N		210
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.91517669
Most Extreme Differences	Absolute	.348
	Positive	.348
	Negative	-.255
Test Statistic		.348
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.



Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Managerial Ownership	.991	1.009
	Cash Flow	.994	1.006
	Profitability	.998	1.002
	Investment Opportunity	.998	1.002

a. Dependent Variable: Investment Decision

Autokorelasi

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	1.990 ^a

a. Predictors: (Constant),

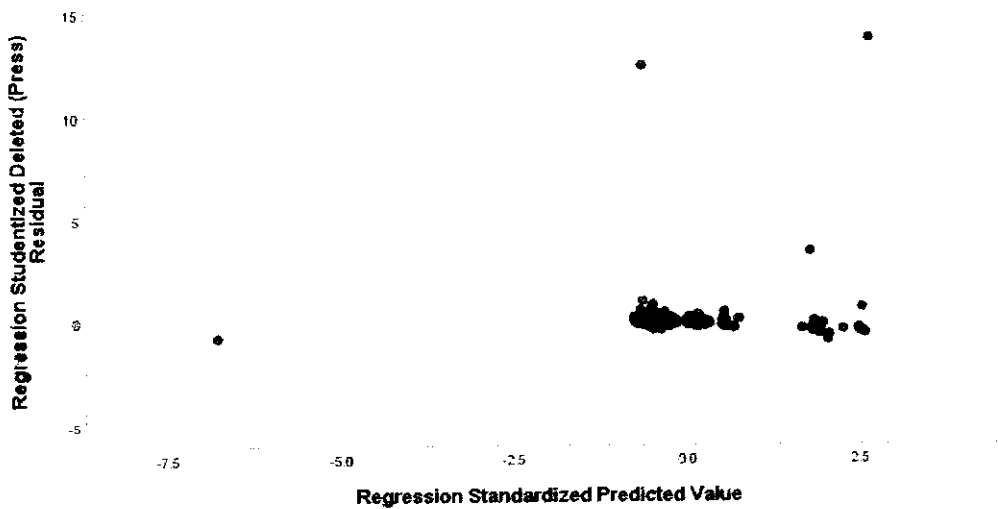
Investment Opportunity, Cash Flow, Profitability, Managerial Ownership

b. Dependent Variable: Investment Decision

Heteroskedastisitas

Scatterplot

Dependent Variable: Investment Decision



LAMPIRAN 5

DETEKSI DATA OUTLIER

Perusahaan	Tahun	ZMANOWN	ZINVDEC	ZCAP	ZSIZE	ZRISK	ZTANG	ZPROFIT	ZNDTS	ZCASH	ZIC
BRNA	2006	-0.374	-0.163	0.059	-0.288	0.062	0.231	-0.101	-0.121	-0.151	2.365
BRNA	2007	-0.374	-0.256	0.077	-0.324	0.097	0.262	-0.049	0.137	-0.118	1.906
BRNA	2008	-0.342	-0.069	0.049	-0.256	0.034	0.147	-0.019	0.221	-0.107	1.574
BRNA	2009	-0.342	-0.007	-0.009	-0.157	-0.044	0.032	-0.014	0.175	-0.084	0.605
BRNA	2010	-0.342	-0.102	-0.038	-0.107	-0.079	0.105	0.004	0.252	-0.054	0.058
BRNA	2011	-0.342	-0.012	-0.086	-0.010	-0.139	0.312	0.020	0.237	0.020	0.088
BRNA	2012	-0.374	0.017	-0.094	0.101	-0.199	0.404	0.039	0.221	0.021	-0.242
BRNA	2013	-0.403	0.302	-0.079	0.334	-0.290	0.441	-0.100	-0.027	0.021	-0.221
BRNA	2014	-0.493	0.006	0.044	0.440	-0.322	0.359	-0.010	-0.080	0.183	-0.236
BRNA	2015	-0.517	0.199	0.013	0.632	-0.368	0.698	0.020	-0.991	0.305	-0.189
BRNA	2016	-0.579	-0.036	-0.005	0.716	-0.385	0.454	-0.006	-0.835	0.004	-0.224
BRNA	2017	-0.579	-0.554	0.002	0.466	-0.329	1.114	-0.101	-0.382	-0.140	-0.241
BRNA	2018	-0.579	0.635	-0.027	0.817	-0.403	0.561	-0.093	-1.143	-0.121	-0.224
BRNA	2019	-0.579	-0.282	-0.027	0.766	-0.393	0.703	-0.099	-0.891	0.049	-0.225
BRNA	2020	-0.579	-0.336	-0.010	0.679	-0.378	0.457	-0.105	-0.655	0.009	-0.244
BRPT	2006	-0.755	-0.454	-0.101	0.603	2.375	-0.767	-0.273	-0.015	-0.499	0.297
BRPT	2007	-0.773	0.213	-0.049	2.008	0.213	0.513	-0.193	0.047	-0.304	0.026
BRPT	2008	-0.771	-0.173	0.071	2.019	0.199	0.768	-0.269	0.485	-1.486	0.777
BRPT	2009	-0.771	-0.236	0.037	1.995	0.227	0.510	-0.051	0.398	1.101	0.168
BRPT	2010	-0.767	-0.230	0.004	1.974	0.252	0.454	-0.090	0.523	0.161	0.182
BRPT	2011	-0.767	-0.037	0.038	2.084	0.129	0.488	-0.120	-1.224	-0.217	0.912
BRPT	2012	-0.767	-0.111	0.045	2.129	0.087	0.527	-0.174	-1.112	-1.338	1.862
BRPT	2013	-0.726	0.215	0.018	2.328	-0.075	0.404	-0.130	-1.025	-0.574	2.672
BRPT	2014	-0.722	-0.176	0.062	2.338	-0.083	0.580	-0.118	-0.922	-2.933	2.762

Perusahaan	Tahun	ZMANOWN	ZINVDEC	ZCAP	ZSIZE	ZRISK	ZTANG	ZPROFIT	ZNDTS	ZCASH	ZIO
BRPT	2015	-0.722	-0.029	0.030	2.426	-0.135	0.824	-0.099	-0.807	0.616	2.438
BRPT	2016	-0.722	-0.036	-0.015	2.511	-0.181	0.575	0.064	-0.866	2.183	1.089
BRPT	2017	2.126	0.121	-0.027	2.669	-0.252	0.161	0.018	-0.904	1.816	-0.003
BRPT	2018	2.208	0.861	0.143	1.090	-0.371	-0.214	-0.017	-1.031	2.597	-0.001
BRPT	2019	2.151	-0.152	0.152	1.114	-0.378	-0.141	-0.061	-0.985	-2.100	-0.267
BRPT	2020	2.167	-0.088	0.160	1.172	-0.389	-0.177	-0.066	-0.953	2.039	-0.259
BTON	2006	-0.403	0.038	-0.152	-1.832	0.640	0.052	-0.090	0.165	-0.118	-0.093
BTON	2007	-0.403	0.215	-0.155	-1.633	0.330	-0.502	0.185	0.066	-0.113	-0.006
BTON	2008	-0.403	0.363	-0.160	-1.376	0.048	-0.798	0.307	-0.301	-0.085	-0.038
BTON	2009	-0.403	-0.205	-0.158	-1.382	0.055	-0.862	0.169	-0.201	-0.142	0.068
BTON	2010	-0.403	0.115	-0.159	-1.226	-0.068	-0.927	0.028	-0.385	-0.093	0.038
BTON	2011	-0.403	0.153	-0.161	-1.054	-0.174	-0.915	0.074	-0.574	-0.163	0.128
BTON	2012	-0.403	0.045	-0.162	-0.930	-0.230	-0.865	0.084	-0.686	-0.086	-0.048
BTON	2013	-0.403	0.036	-0.164	-0.810	-0.276	-0.910	-0.069	-0.773	-0.113	-0.031
BTON	2014	-0.403	-0.206	-0.162	-0.817	-0.276	-0.918	-0.098	-0.748	-0.111	-0.017
BTON	2015	-0.403	-0.139	-0.162	-0.786	-0.287	-0.946	-0.168	-0.755	-0.115	-0.019
BTON	2016	2.871	-0.229	-0.160	-0.806	-0.280	-0.960	-0.205	-0.714	-0.122	-0.184
BTON	2017	2.871	-0.157	-0.159	-0.785	-0.266	-0.980	-0.046	-0.714	-0.115	-0.164
BTON	2018	2.871	0.005	-0.161	-0.681	-0.301	-1.019	-0.001	-0.786	-0.082	-0.215
BTON	2019	2.871	-0.129	-0.159	-0.644	-0.312	-1.041	-0.105	-0.795	-0.085	-0.208
BTON	2020	2.871	-0.174	-0.158	-0.633	-0.315	-1.038	-0.139	-0.795	-0.095	-0.230
DPNS	2006	-0.710	-0.175	-0.116	-0.926	-0.171	-0.857	-0.141	-0.643	-0.125	-0.229
DPNS	2007	-0.714	-0.120	-0.108	-0.885	-0.192	-0.874	-0.139	-0.643	-0.115	-0.218
DPNS	2008	-0.714	-0.287	-0.102	-0.941	-0.164	-0.879	-0.274	-0.531	-0.093	-0.204
DPNS	2009	-0.517	-0.195	-0.069	-0.941	-0.164	-0.929	-0.071	-0.506	-0.092	-0.229
DPNS	2010	-0.530	0.056	-0.076	-0.812	-0.223	-0.977	-0.078	-0.624	-0.109	-0.219
DPNS	2011	-0.554	-0.215	-0.095	-0.824	-0.220	-0.966	-0.189	-0.587	-0.124	-0.242
DPNS	2012	-0.554	-0.118	-0.110	-0.781	-0.238	-0.983	0.021	-0.605	-0.136	-0.191

Perusahaan	Tahun	ZMANOW'N	ZINVDEC	ZCAP	ZSIZE	ZRISK	ZTANG	ZPROFIT	ZNDTS	ZCASH	ZIO
DPNS	2013	-0.554	0.225	-0.128	-0.579	-0.312	-1.019	0.073	-0.786	-0.144	-0.178
DPNS	2014	-0.554	-0.141	-0.125	-0.549	-0.319	-1.016	-0.055	-0.792	-0.114	-0.142
DPNS	2015	-0.554	-0.172	-0.123	-0.536	-0.322	-1.022	-0.081	-0.779	-0.113	-0.157
DPNS	2016	-0.554	-0.109	-0.122	-0.489	-0.336	-1.036	-0.084	-0.801	-0.099	-0.151
DPNS	2017	-0.542	-0.149	-0.123	-0.465	-0.340	-1.047	-0.104	-0.804	-0.135	-0.132
DPNS	2018	-0.542	-0.147	-0.130	-0.438	-0.347	-1.052	-0.088	-0.817	-0.140	-0.110
DPNS	2019	-0.542	-0.208	-0.112	-0.446	-0.347	-1.058	-0.114	-0.801	-0.117	-0.068
DPNS	2020	-0.542	-0.198	-0.102	-0.447	-0.347	-1.069	-0.118	-0.792	-0.102	-0.085
INCI	2006	-0.448	-0.233	-0.168	-0.822	1.823	-0.552	-0.114	0.069	-0.088	0.016
INCI	2007	-0.448	-0.151	-0.168	-0.798	1.732	-0.681	-0.138	0.134	-0.118	-0.015
INCI	2008	-0.448	-0.220	-0.166	-0.813	1.788	-0.764	-0.163	0.283	-0.118	0.595
INCI	2009	-0.448	-0.304	-0.158	-0.879	2.045	-0.818	-0.104	0.582	-0.100	0.070
INCI	2010	-0.448	-0.355	-0.151	-0.979	2.493	-0.890	-0.302	1.051	-0.113	-0.040
INCI	2011	-0.403	-0.265	-0.145	-1.021	2.704	-0.997	-0.259	1.365	-0.109	-0.037
INCI	2012	-0.448	-0.133	-0.152	-0.987	2.531	-0.655	-0.034	1.228	-0.143	-0.064
INCI	2013	-0.448	-0.163	-0.152	-0.970	2.447	-0.312	-0.036	1.213	-0.133	-0.040
INCI	2014	-0.337	-0.100	-0.153	-0.918	2.211	-0.197	-0.039	1.048	-0.148	-0.016
INCI	2015	-0.223	-0.037	-0.154	-0.834	1.866	-0.348	0.006	0.855	-0.084	-0.049
INCI	2016	0.592	0.441	-0.156	-0.548	0.992	0.186	-0.074	0.165	-0.135	0.073
INCI	2017	0.592	-0.056	-0.156	-0.474	0.823	1.265	-0.044	0.007	-0.112	0.132
INCI	2018	0.592	0.116	-0.158	-0.318	0.527	0.102	-0.065	-0.270	-0.113	-0.073
INCI	2019	0.592	-0.155	-0.156	-0.296	0.492	0.074	-0.080	-0.295	-0.105	-0.003
INCI	2020	0.788	-1.170	0.097	-0.751	5.932	1.197	1.152	0.002	-0.005	0.148
LMPI	2006	-0.788	-0.187	-0.064	-0.155	-0.354	-0.278	-0.103	-0.298	-0.114	-0.145
LMPI	2007	-0.788	-0.146	-0.088	-0.128	-0.357	-0.242	-0.103	-0.232	-0.145	-0.131
LMPI	2008	-0.788	-0.137	-0.102	-0.096	-0.364	-0.314	-0.094	-0.183	-0.150	0.070
LMPI	2009	-0.788	-0.232	-0.107	-0.118	-0.361	-0.314	-0.094	-0.024	-0.108	-0.168
LMPI	2010	-0.788	-0.057	-0.132	-0.045	-0.375	-0.303	-0.103	-0.065	-0.156	-0.191

Perusahaan	Tahun	ZMANOWN	ZINVDRC	ZCAP	ZSIZE	ZRISK	ZTANG	ZPROFIT	ZNDTS	ZCASH	ZIO
LMPI	2011	-0.788	-0.058	-0.111	0.029	-0.389	-0.211	-0.093	-0.102	-0.164	-0.160
LMPI	2012	-0.788	0.008	-0.123	0.135	-0.407	-0.208	-0.091	-0.205	-0.142	-0.184
LMPI	2013	-0.788	-0.185	-0.131	0.141	-0.407	-0.194	-0.111	-0.136	-0.166	-0.168
LMPI	2014	-0.788	-0.212	-0.135	0.130	-0.407	-0.236	-0.080	-0.040	-0.109	-0.141
LMPI	2015	-0.788	-0.216	-0.137	0.119	-0.403	-0.225	-0.074	0.025	-0.113	-0.061
LMPI	2016	-0.788	-0.171	-0.140	0.132	-0.407	-0.244	-0.070	0.050	-0.108	-0.094
LMPI	2017	2.012	-0.162	-0.090	0.150	-0.407	-0.270	-0.131	0.072	-0.170	-0.143
LMPI	2018	2.012	-0.256	-0.105	0.114	-0.403	-0.222	-0.165	0.215	-0.096	-0.140
LMPI	2019	2.012	-0.261	-0.130	0.074	-0.396	-0.172	-0.171	0.386	-0.111	-0.079
LMPI	2020	2.012	-0.251	-0.128	0.040	-0.393	-0.217	-0.174	0.535	-0.080	-0.102
LMSH	2006	0.260	-0.114	-0.126	-1.672	0.650	-0.429	-0.011	-0.251	-0.119	-0.284
LMSH	2007	0.260	0.281	-0.105	-1.447	0.301	-0.700	0.055	-0.500	-0.119	-0.284
LMSH	2008	0.260	-0.208	-0.111	-1.455	0.312	-0.734	0.184	-0.428	-0.118	-0.285
LMSH	2009	0.260	-0.006	-0.065	-1.355	0.192	-0.219	-0.070	-0.503	-0.131	-0.284
LMSH	2010	0.260	-0.114	-0.085	-1.312	0.143	-0.314	0.048	-0.494	-0.103	-0.285
LMSH	2011	0.260	0.079	-0.106	-1.172	0.016	-0.572	0.066	-0.627	-0.111	-0.285
LMSH	2012	0.260	0.141	-0.140	-1.005	-0.107	-0.630	0.305	-0.736	-0.110	-0.285
LMSH	2013	0.260	-0.084	-0.154	-0.945	-0.142	-0.689	0.024	-0.742	-0.110	-0.284
LMSH	2014	0.244	-0.208	-0.149	-0.952	-0.139	-0.558	-0.058	-0.686	-0.116	-0.284
LMSH	2015	0.260	-0.242	-0.119	-0.980	-0.121	-0.566	-0.119	-0.605	-0.116	-0.284
LMSH	2016	0.182	0.040	-0.129	-0.859	-0.188	-0.085	-0.075	-0.683	-0.140	-0.284
LMSH	2017	0.055	-0.205	-0.126	-0.865	-0.185	-0.177	-0.001	-0.627	-0.110	-0.284
LMSH	2018	0.055	-0.202	-0.128	-0.870	-0.181	-0.211	-0.098	-0.562	-0.122	-0.284
LMSH	2019	0.055	-0.282	-0.115	-0.922	-0.157	-0.166	-0.302	-0.453	-0.128	-0.284
LMSH	2020	0.055	-0.221	-0.114	-0.937	-0.146	-0.183	-0.211	-0.369	-0.118	-0.284
MLJA	2006	-0.788	-0.283	-0.144	1.082	-0.287	0.527	-0.249	0.594	-0.171	-1.279
MLJA	2007	-0.788	-0.182	-0.142	1.090	-0.290	0.410	-0.170	0.790	-0.080	-0.882
MLJA	2008	-0.788	-0.220	-0.133	1.075	-0.283	0.278	-0.090	1.001	0.145	-1.350

Perusahaan	Tahun	ZMANOWN	ZINVDRC	ZCAP	ZSIZE	ZRISK	ZTANG	ZPROFIT	ZNDTS	ZCASH	ZIO
MLIA	2009	-0.788	-0.337	-0.126	0.987	-0.252	0.329	-0.12	1.629	0.628	-0.800
MLIA	2010	-0.788	0.236	0.488	1.195	-0.322	0.879	-0.090	1.014	0.224	-0.341
MLIA	2011	-0.783	0.183	0.330	1.380	-0.364	0.986	-0.083	0.588	-0.043	-0.191
MLIA	2012	-0.783	-0.117	0.294	1.422	-0.375	1.014	-0.073	0.622	0.140	-0.031
MLIA	2013	-0.783	-0.091	0.283	1.479	-0.385	1.014	-0.05	0.613	0.266	-0.150
MLIA	2014	-0.783	-0.190	0.259	1.482	-0.385	0.983	-0.05	0.613	0.244	-0.164
MLIA	2015	-0.783	-0.207	0.247	1.474	-0.385	1.019	-0.104	0.784	0.107	-0.181
MLIA	2016	-0.783	-0.104	0.215	1.524	-0.393	1.039	-0.113	0.774	-0.035	-0.144
MLIA	2017	-0.452	-0.548	0.096	1.278	-0.343	0.952	-0.065	0.942	0.070	-0.142
MLIA	2018	-0.452	-0.178	0.066	1.287	-0.347	1.019	-0.033	1.063	0.052	-0.196
MLIA	2019	-0.788	-0.093	0.081	1.342	-0.357	0.885	-0.058	0.992	0.141	-0.111
MLIA	2020	-0.788	-0.196	0.058	1.341	-0.357	1.036	-0.07	1.126	0.494	-0.235
PTSN	2006	2.031	1.055	-0.113	-0.034	-0.118	0.552	-0.078	-0.177	-0.201	0.040
PTSN	2007	2.077	0.222	-0.154	0.167	-0.223	0.228	-0.140	-0.267	-0.305	-0.191
PTSN	2008	2.077	-0.061	-0.138	0.239	-0.255	0.150	-0.073	-0.232	-0.131	-0.116
PTSN	2009	2.077	-0.267	-0.164	0.196	-0.238	0.141	-0.146	-0.058	-0.065	0.198
PTSN	2010	2.077	-0.283	-0.158	0.143	-0.213	0.178	-0.195	0.094	-0.133	0.351
PTSN	2011	2.077	-0.284	-0.155	0.090	-0.188	0.351	-0.146	0.246	-0.146	0.304
PTSN	2012	2.077	0.004	-0.154	0.194	-0.234	0.141	-0.125	0.557	-0.013	0.161
PTSN	2013	2.077	-0.113	-0.147	0.238	-0.252	0.175	-0.128	1.113	-0.127	0.547
PTSN	2014	2.077	-0.361	-0.132	0.134	-0.209	0.206	-0.194	1.837	-0.195	0.488
PTSN	2015	2.077	-0.027	-0.139	0.224	-0.248	0.315	-0.194	2.195	-0.324	0.735
PTSN	2016	2.077	-0.146	-0.140	0.250	-0.259	0.248	-0.100	2.347	-0.164	1.064
PTSN	2017	2.077	-0.272	-0.122	0.204	-0.241	0.533	-0.138	2.450	-0.244	0.111
PTSN	2018	2.077	2.451	-0.136	1.116	-0.435	-0.488	-0.065	-0.636	-0.398	-0.233
PTSN	2019	2.343	-0.657	-0.049	0.771	-0.393	0.340	-0.120	-0.012	-0.632	-0.241
PTSN	2020	2.343	-0.382	-0.040	0.653	-0.371	0.717	-0.073	0.485	-0.028	-0.223
PTSA	2006	0.134	-0.102	1.335	0.234	-0.195	0.334	0.074	0.649	0.115	0.124

Perusahaan	Tahun	ZMANOWN	ZINVDFC	ZCAP	ZSIZE	ZRISK	ZTANG	ZPROFIT	ZNDTS	ZCASH	ZIO
PYFA	2007	0.154	-0.038	-0.142	-1.191	-0.234	0.608	-0.080	-0.584	-0.122	-0.183
PYFA	2008	0.154	-0.154	-0.142	-1.168	-0.241	0.460	-0.058	-0.509	-0.120	-0.114
PYFA	2009	0.154	-0.173	-0.136	-1.156	-0.248	0.354	-0.050	-0.388	-0.114	-0.203
PYFA	2010	0.154	-0.201	-0.119	-1.160	-0.245	0.331	-0.064	-0.229	-0.108	-0.210
PYFA	2011	0.154	-0.008	-0.106	-1.057	-0.283	0.158	-0.061	-0.298	-0.120	-0.228
PYFA	2012	0.154	-0.031	-0.071	-0.971	-0.312	0.214	-0.054	-0.316	-0.139	-0.222
PYFA	2013	0.154	0.117	-0.043	-0.814	-0.354	0.410	-0.048	-0.298	-0.147	-0.225
PYFA	2014	0.154	-0.196	-0.053	-0.815	-0.354	0.320	-0.100	-0.152	-0.121	-0.223
PYFA	2015	0.154	-0.285	-0.075	-0.870	-0.340	0.323	-0.056	0.128	-0.097	-0.220
PYFA	2016	0.154	-0.147	-0.074	-0.843	-0.347	0.192	-0.056	0.196	-0.111	-0.220
PYFA	2017	0.154	-0.243	-0.048	-0.872	-0.340	0.183	-0.040	0.395	-0.091	-0.213
PYFA	2018	0.154	-0.009	-0.041	-0.773	-0.361	0.203	-0.038	0.206	-0.142	-0.209
PYFA	2019	0.154	-0.173	-0.029	-0.761	-0.364	0.147	-0.035	0.231	-0.096	-0.210
PYFA	2020	0.154	0.019	-0.092	-0.649	-0.385	-0.113	0.041	-0.058	-0.128	-0.266
SKLT	2006	-0.788	-0.190	0.082	-1.193	0.485	-0.384	-0.104	1.623	-0.116	-0.277
SKLT	2007	-0.783	0.806	-0.047	-0.788	0.013	0.236	-0.143	-1.155	-0.119	-0.151
SKLT	2008	-0.783	-0.086	-0.029	-0.729	-0.033	0.127	-0.091	-1.056	-0.114	-0.168
SKLT	2009	-0.783	-0.220	-0.043	-0.744	-0.023	0.270	-0.124	-0.926	-0.117	-0.206
SKLT	2010	-0.783	-0.177	-0.060	-0.734	-0.030	0.214	-0.099	-0.786	-0.119	-0.197
SKLT	2011	-0.783	-0.108	-0.071	-0.689	-0.061	0.161	-0.083	-0.677	-0.117	-0.195
SKLT	2012	-0.783	-0.015	-0.084	-0.595	-0.125	-0.010	-0.070	-0.621	-0.116	-0.212
SKLT	2013	-0.783	0.031	-0.088	-0.478	-0.188	0.018	-0.054	-0.587	-0.126	-0.208
SKLT	2014	-0.783	-0.089	-0.095	-0.420	-0.216	-0.007	-0.035	-0.487	-0.116	-0.235
SKLT	2015	-0.775	-0.047	-0.050	-0.341	-0.248	-0.046	-0.024	-0.453	-0.103	-0.245
SKLT	2016	-0.775	0.352	-0.046	-0.088	-0.333	0.326	-0.061	-0.636	-0.134	-0.183
SKLT	2017	-0.755	-0.065	-0.043	-0.018	-0.350	0.222	-0.054	-0.618	-0.157	-0.256
SKLT	2018	-0.755	-0.007	-0.063	0.082	-0.371	0.063	-0.045	-0.646	-0.145	-0.262
SKLT	2019	-0.755	-0.132	-0.069	0.117	-0.378	0.127	-0.006	-0.602	-0.090	-0.261

Perusahaan	Tahun	ZMANOWN	ZINVDEC	ZCAP	ZSIZE	ZRISK	ZTANG	ZPROFIT	ZNDTS	ZCASH	ZIO
SKLT	2020	-0.755	-0.217	-0.064	0.103	-0.375	0.136	-0.014	-0.487	0.022	-0.258
SRSN	2006	-0.783	-0.219	-0.052	-0.422	-0.304	0.256	0.051	0.231	-0.099	-0.271
SRSN	2007	-0.788	-0.182	0.139	-0.415	-0.304	-0.211	0.066	0.218	-0.061	-0.280
SRSN	2008	-0.788	-0.005	-0.100	-0.315	-0.333	-0.373	0.085	-0.124	-0.081	-0.265
SRSN	2009	-0.788	-0.137	-0.090	-0.283	-0.343	-0.471	-0.001	-0.083	-0.159	-0.249
SRSN	2010	-0.788	-0.324	-0.109	-0.362	-0.322	-0.440	-0.055	0.168	-0.111	-0.242
SRSN	2011	-0.788	-0.203	-0.119	-0.367	-0.319	-0.485	0.001	0.259	-0.072	-0.232
SRSN	2012	-0.292	-0.072	-0.135	-0.301	-0.336	-0.588	-0.038	0.172	-0.130	-0.224
SRSN	2013	-0.403	-0.145	-0.145	-0.273	-0.343	-0.362	-0.016	0.178	-0.061	-0.214
SRSN	2014	-0.313	-0.085	-0.146	-0.213	-0.357	-0.409	-0.028	0.109	-0.109	-0.211
SRSN	2015	-0.313	0.063	-0.135	-0.081	-0.385	-0.535	-0.058	-0.111	-0.243	-0.208
SRSN	2016	-0.313	0.074	-0.135	0.056	-0.407	-0.289	-0.100	-0.298	-0.003	-0.194
SRSN	2017	0.624	-0.291	-0.130	-0.002	-0.400	-0.242	-0.056	-0.145	0.009	-0.191
SRSN	2018	0.399	-0.138	-0.146	0.030	-0.403	-0.233	-0.016	-0.149	-0.081	-0.199
SRSN	2019	0.354	-0.049	-0.130	0.108	-0.414	-0.326	-0.021	-0.232	-0.110	-0.201
SRSN	2020	0.358	-0.017	-0.133	0.201	-0.424	-0.161	-0.023	-0.326	-0.197	-0.176
ULTJ	2006	-0.788	-0.199	-0.129	0.399	0.795	0.622	-0.069	-0.472	-0.053	-0.101
ULTJ	2007	-0.554	-0.096	-0.020	0.453	0.689	0.424	-0.068	-0.385	-0.284	-0.160
ULTJ	2008	-0.456	0.104	-0.109	0.604	0.432	0.083	-0.183	-0.456	-0.079	-0.146
ULTJ	2009	-0.186	-0.186	-0.110	0.601	0.435	0.158	-0.044	-0.326	-0.248	-0.085
ULTJ	2010	-0.186	-0.024	-0.093	0.691	0.308	0.164	-0.020	-0.332	-0.037	-0.181
ULTJ	2011	-0.653	-0.102	-0.118	0.742	0.245	0.225	-0.030	-0.295	-0.028	-0.159
ULTJ	2012	-0.653	-0.075	-0.128	0.808	0.171	-0.015	0.086	-0.273	0.590	-0.168
ULTJ	2013	-0.653	-0.021	-0.132	0.900	0.080	-0.186	0.054	-0.292	0.039	-0.242
ULTJ	2014	-0.653	-0.153	-0.134	0.922	0.058	-0.186	0.025	-0.180	-0.092	-0.227
ULTJ	2015	-0.653	0.036	-0.137	1.042	-0.040	-0.230	0.110	-0.242	0.531	-0.217
ULTJ	2016	-0.653	0.019	-0.147	1.153	-0.114	-0.460	0.128	-0.301	1.022	-0.212
ULTJ	2017	0.596	0.047	-0.152	1.278	-0.185	-0.426	0.096	-0.391	0.999	-0.266

Perusahaan	Tahun	ZMANOWN	ZINVDEC	ZCAP	ZSIZE	ZRISK	ZTANG	ZPROFIT	ZNDTS	ZCASH	ZIO
ULTJ	2018	0.624	-0.118	-0.154	1.320	-0.206	-0.415	0.066	-0.391	0.229	-0.264
ULTJ	2019	0.649	0.010	-0.160	1.427	-0.252	-0.488	0.104	-0.475	1.111	-0.266
ULTJ	2020	1.144	0.156	-0.041	1.601	-0.312	-0.600	0.060	-0.627	-2.613	-0.268
SSTM	2006	-0.366	-0.218	-0.093	0.182	-0.442	0.427	-0.163	-0.705	-0.108	-0.200
SSTM	2007	-0.456	-0.169	-0.013	0.196	-0.442	0.309	-0.109	-0.139	-0.157	-0.243
SSTM	2008	-0.513	-0.192	-0.018	0.197	-0.442	0.217	-0.169	-0.052	-0.162	-0.224
SSTM	2009	-0.477	-0.222	-0.023	0.181	-0.442	0.161	-0.125	0.060	-0.115	-0.217
SSTM	2010	-0.460	-0.200	0.077	0.177	-0.438	0.108	-0.145	0.221	-0.114	-0.207
SSTM	2011	-0.460	-0.230	0.067	0.156	-0.438	0.091	-0.179	0.395	-0.075	-0.195
SSTM	2012	-0.460	-0.271	0.067	0.156	-0.435	0.167	-0.129	0.597	-0.099	-0.169
SSTM	2013	-0.460	-0.205	0.015	0.132	-0.435	0.197	-0.140	0.756	-0.053	-0.098
SSTM	2014	-0.460	-0.232	-0.007	0.125	-0.431	0.203	-0.171	0.973	-0.093	-0.148
SSTM	2015	-0.460	-0.267	-0.031	0.103	-0.428	0.183	-0.174	1.281	-0.079	-0.029
SSTM	2016	0.698	-0.271	-0.016	0.061	-0.424	0.178	-0.175	1.632	-0.064	-0.246
SSTM	2017	0.698	-0.299	0.072	0.015	-0.417	0.206	-0.180	2.077	-0.080	-0.255
SSTM	2018	0.698	-0.272	0.096	-0.048	-0.410	0.181	-0.163	2.363	-0.097	-0.259
SSTM	2019	0.735	-0.285	0.030	-0.094	-0.403	0.211	-0.159	2.807	-0.068	-0.265
SSTM	2020	0.661	-0.263	0.018	-0.149	-0.396	0.214	-0.163	2.186	-0.064	-0.268

LAMPIRAN 6
TWO STAGES LEAST SQUARE DAN REGRESI
(Outlier telah dibuang / Tanpa Outlier)

Model (Outlier telah dibuang / Tanpa Outlier)

Model I

Two-stage Least Squares Analysis

Model Description

		Type of Variable
Equation 1	MANOWN	dependent
	CAP	predictor & instrumental
	INVDEC	predictor & instrumental
	SIZE	predictor & instrumental
	RISK	predictor & instrumental

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.370
	R Square	.137
	Adjusted R Square	.120
	Std. Error of the Estimate	.230

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	1.696	4	.424	7.993	.000
	Residual	10.717	202	.053		
	Total	12.414	206			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	-.071	.152		-.466	.642
	CAP	-.520	.129	-.313	-4.027	.000
	INVDEC	.072	.023	.209	3.179	.002
	SIZE	.026	.012	.171	2.219	.028
	RISK	-.181	.079	-.153	-2.285	.023

Coefficient Correlations

			CAP	INVDEC	SIZE	RISK
Equation 1	Correlations	CAP	1.000	.065	-.508	.138
		INVDEC	.065	1.000	-.057	.043
		SIZE	-.508	-.057	1.000	.073
		RISK	.138	.043	.073	1.000

Model II

Regresi (Outlier telah dibuang / Tanpa Outlier)

Model Description

		Type of Variable
Equation 1	CAP	dependent
	MANOWN	predictor & instrumental
	SIZE	predictor & instrumental
	TANG	predictor & instrumental
	PROFIT	predictor & instrumental
	NDTS	predictor & instrumental

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.665
	R Square	.442
	Adjusted R Square	.428
	Std. Error of the Estimate	.112

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	1.984	5	.397	31.803	.000
	Residual	2.506	201	.012		
	Total	4.491	206			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	-.389	.072		-5.382	.000
	MANOWN	-.120	.032	-.199	-3.692	.000
	SIZE	.033	.006	.353	5.677	.000
	TANG	.253	.049	.340	5.197	.000
	PROFIT	-.026	.111	-.013	-.234	.815
	NDTS	.064	.034	.108	1.877	.062

Coefficient Correlations

		MANOWN	SIZE	TANG	PROFIT	NDTS
Equation 1	Correlations	1.000	-.110	.158	.086	-.117
			1.000	-.526	.028	.153
				1.000	.063	-.311
					1.000	.226
						1.000

Model II

Regresi (Outlier telah dibuang / Tanpa Outlier)

Model Description

		Type of Variable
Equation 1	INVDEC	dependent
	MANOWN	predictor & instrumental
	CASH	predictor & instrumental
	PROFIT	predictor & instrumental
	IO	predictor & instrumental

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.259
	R Square	.067
	Adjusted R Square	.048
	Std. Error of the Estimate	.697

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	7.051	4	1.763	3.624	.007
	Residual	98.260	202	.486		
	Total	105.311	206			

Coefficients

		Unstandardized		Beta	t	Sig.
		Coefficients				
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	-.057	.075		-.759	.449
	MANOWN	.709	.200	.244	3.545	.000
	CASH	2.247E-9	.000	.002	.030	.976
	PROFIT	1.133	.676	.117	1.677	.095
	IO	.001	.003	.024	.347	.729

Coefficient Correlations

		MANOWN	CASH	PROFIT	IO	
Equation 1	Correlations	MANOWN	1.000	-.095	.120	.046
		CASH	-.095	1.000	-.170	-.015
		PROFIT	.120	-.170	1.000	.073
		IO	.046	-.015	.073	1.000

LAMPIRAN 7

UJI ASUMSI KLASIK

Model (Outlier telah dibuang / Tanpa Outlier)

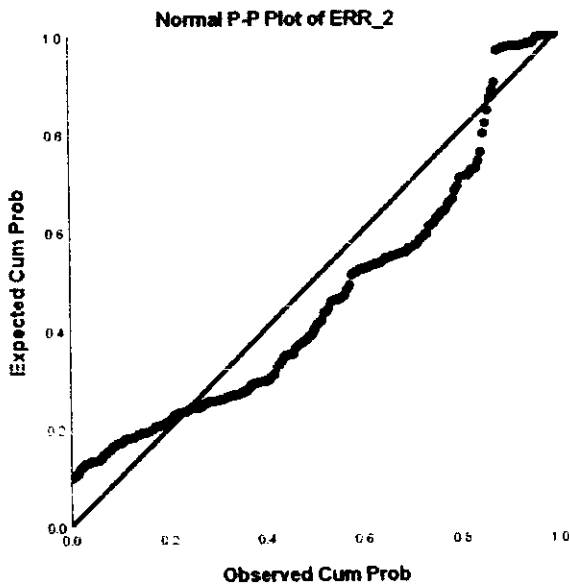
Model I

Normality

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ERR_2
N		207
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.22809194
Most Extreme Differences	Absolute	.143
	Positive	.143
	Negative	-.103
Test Statistic		.143
Asymp. Sig. (2-tailed)		.152 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.



Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Capital Structure	.710	1.409
	Invesment Decision	.993	1.007
	Size	.720	1.390
	Business Risk	.951	1.051

a. Dependent Variable: Managerial Ownership

Autokorelasi

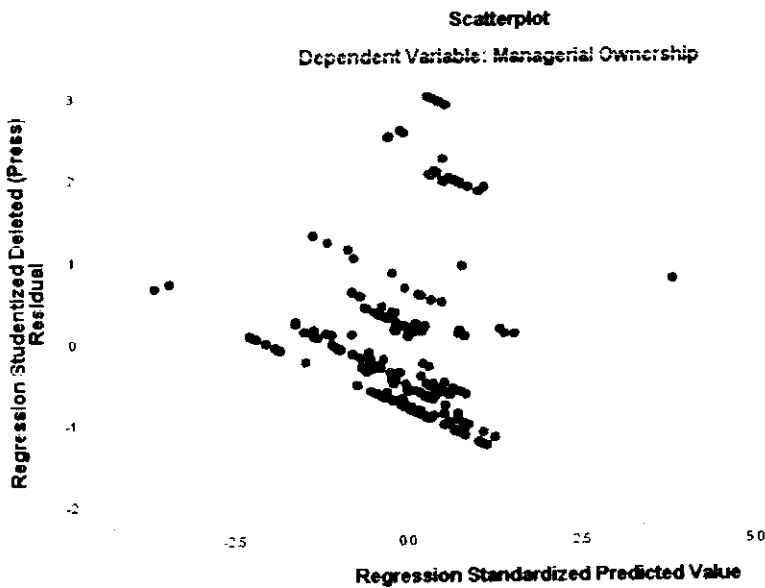
Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	1.848 ^a

a. Predictors: (Constant), Business Risk, Invesment Decision, Size, Capital Structure

b. Dependent Variable: Managerial Ownership

Heteroskedastisitas



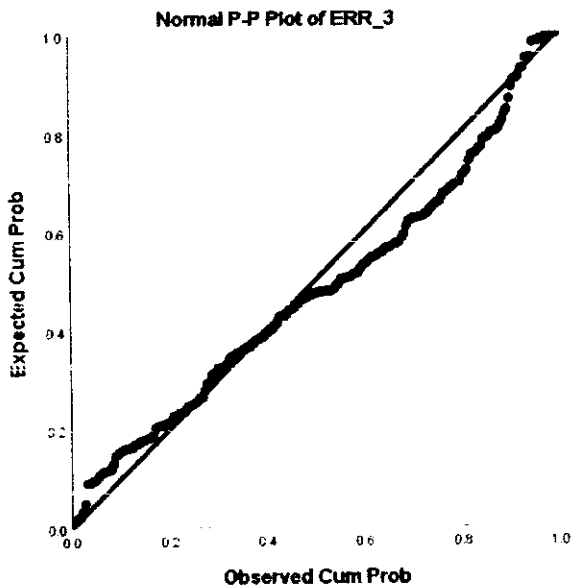
Model II

Normality

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

ERR_3		
N		207
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.11033002
Most Extreme Differences	Absolute	.101
	Positive	.101
	Negative	-.062
Test Statistic		.101
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.



Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Managerial Ownership	.959	1.043
	Size	.717	1.394
	Tangibility	.647	1.545
	Profitability	.914	1.094
	Non-Debt Tax Shield	.834	1.199

a. Dependent Variable: Capital Structure

Autokorelasi

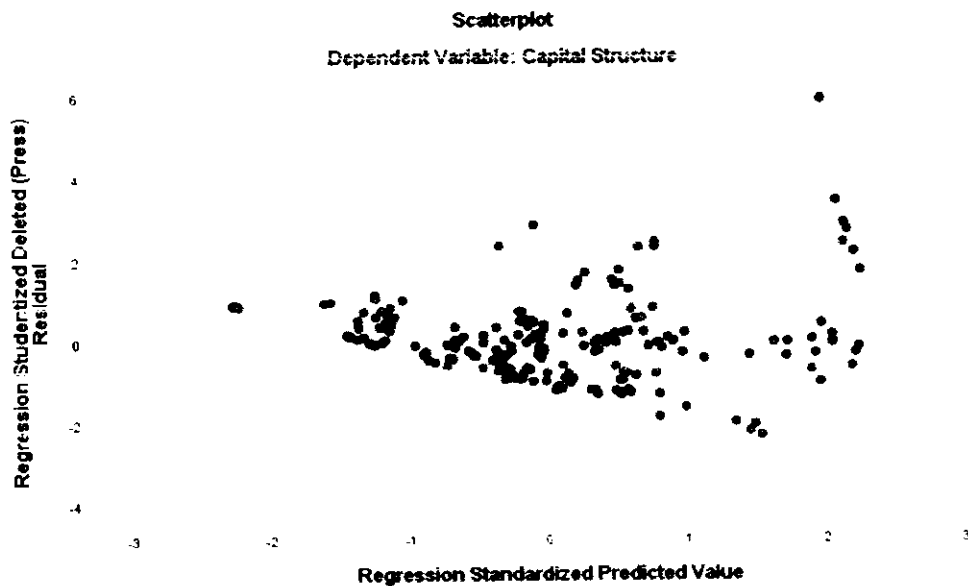
Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	2.187 ^a

a. Predictors: (Constant), Non-Debt Tax Shield, Size, Managerial Ownership, Profitability, Tangibility

b. Dependent Variable: Capital Structure

Heteroskedastisitas



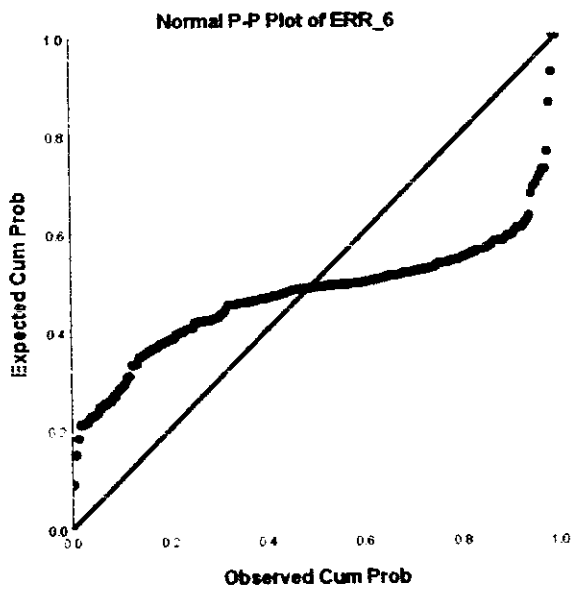
Model III

Normality

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

ERR_6		
N		207
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.69064428
Most Extreme Differences	Absolute	.318
	Positive	.318
	Negative	-.212
Test Statistic		.318
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.



Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Managerial Ownership	.979	1.022
	Cash Flow	.966	1.036
	Profitability	.956	1.046
	Invesment Opportunity	.993	1.007

a. Dependent Variable: Invesment Decision

Autokorelasi

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	1.942 ^a

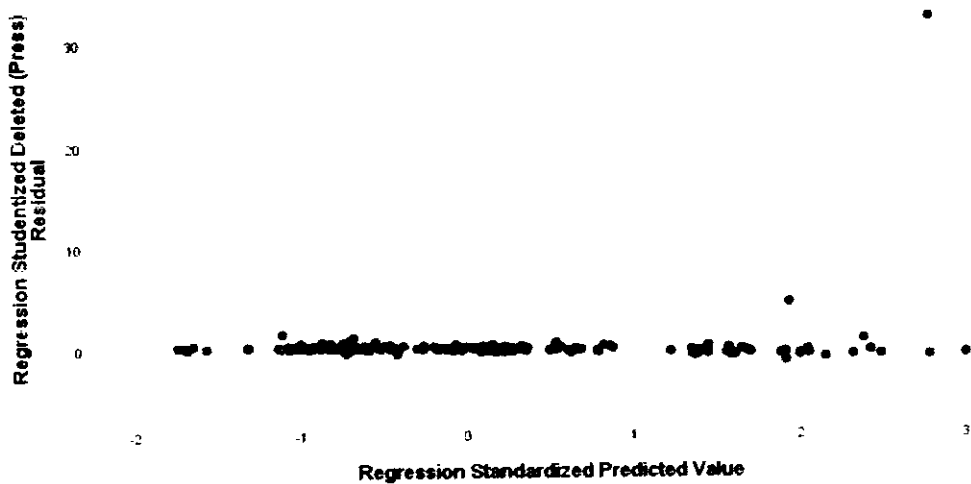
a. Predictors: (Constant), Invesment Opportunity, Cash Flow, Managerial Ownership, Profitability

b. Dependent Variable: Invesment Decision

Heteroskedastisitas

Scatterplot

Dependent Variable: Invesment Decision





**UNIVERSITAS AIRLANGGA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**

Kampus B Jl. Airlangga 4 Surabaya 60286 Telp. (031) 5033642, 5036584 Faks. (031)5026288
Laman : <http://feb.unair.ac.id> e-mail : info@feb.unair.ac.id, humas@feb.unair.ac.id

**SURAT KETERANGAN
Nomor: 4588/UN3.1.4/PK.05.00/2022**

TES KESAMAAN (*SIMILARITY*)

Setelah melakukan tes uji similarity, yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Abdul Munir
Nip : 196701261990031001
Jabatan : Kepala Urusan Ruang Baca

Menerangkan bawah mahasiswa di bawah ini:

Nama : IKA LADYANA NINGTIAS
Nim : 041924353005
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Karya Ilmiah : KETERKAITAN ANTARA MANAGERIAL OWNERSHIP,
CAPITAL STRUCTURE DAN INVESTMENT DECISION
DALAM PERSPEKTIF CONVERGENCE - INTEREST
HYPOTHESIS
(Studi Empiris pada Industri Manufaktur di Indonesia)

Paper ID : 1860595944
Class ID : 32913769
Date : 21-Jun-2022

Hasil menunjukkan SIMILARITY INDEX : 25%

Demikian surat pernyataan ini kami buat untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

21 Juni 2022
a.n. Kasubag. Akademik,
Kaur Ruang Baca,



ABDUL MUNIR
NIP 196701261990031001



