SKRIPSI

ANALISIS PENGARUH MANAGERIAL OVERCONFIDENCE, PEMBIAYAAN INTERNAL DAN TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP EFISIENSI INVESTASI

ADITYA AGUNG RAHMATULLAH (09111640000004)

DOSEN PEMBIMBING :
AANG KUNAIFI, SE., MSA., AK., CA., CFP.

DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS
FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER
SURABAYA
2020

SKRIPSI

ANALISIS PENGARUH MANAGERIAL OVERCONFIDENCE, PEMBIAYAAN INTERNAL DAN TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP EFISIENSI INVESTASI

ADITYA AGUNG RAHMATULLAH
NRP. 0911640000004

DOSEN PEMBIMBING:
AANG KUNAIFI, SE., MSA., AK., CA., CFP.

DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS
FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER
SURABAYA
2020

UNDERGRADUATE THESIS

ANALYSIS OF INFLUENCE OF MANAGERIAL OVERCONFIDENCE, INTERNAL FINANCING AND CORPORATE GOVERNANCE ON INVESTMENT EFFICIENCY

ADITYA AGUNG RAHMATULLAH
NRP. 0911640000004

SUPERVISOR:
AANG KUNAIFI, SE., MSA., AK., CA., CFP.

DEPARTEMENT OF BUSINESS MANAGEMENT
FACULTY OF CREATIVE DESIGN AND DIGITAL BUSINESS
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER
SURABAYA
2020

LEMBAR PENGESAHAN

ANALISIS PENGARUH MANAGERIAL OVERCONFIDENCE, PEMBIAYAAN INTERNAL DAN TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP EFISIENSI INVESTASI

Oleh :

Aditya Agung Rahmatullah

NRP. 09111640000004

Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh
Gelar Sarjana Manajemen Bisnis

Pada

Program Studi Sarjana Manajemen Bisnis
Departemen Manajemen Bisnis
Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital
Institut Teknologi Sepuluh Nopember

Tanggal Ujian : Januari 2020

Disetujui Oleh :
Dosen Pembimbing Skripsi

KEMENTERIAN PENDIDIKAN DAN KEBUDAYAAN INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS

Pembimbing

Aang Kunaifi, SE, MSA, AK, CA, CFP

NIP. 198707102015041003

Seluruh tulisan yang tercantum pada Skripsi ini merupakan hasil karya penulis sendiri, dimana isi dan konten sepenuhnya menjadi tanggung jawab penulis. Penulis bersedia menanggung segala tuntutan dan konsekuensi jika di kemudian hari terdapat pihak yang merasa dirugikan, baik secara pribadi maupun hukum.
Dilarang mengutip sebagian atau seluruh isi Skripsi ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh isi Skripsi dalam bentuk apa pun tanpa izin penulis.

ANALISIS PENGARUH MANAGERIAL OVERCONFIDENT, PEMBIAYAAN INTERNAL DAN TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP EFISIENSI INVESTASI

ABSTRAK

Efisiensi investasi merupakan keadaan di mana proses investasi yang dilakukan sesuai dengan harapan perusahaan. Kegiatan investasi yang dilakukan dapat dikatakan efisien bila tingkat pengembalian yang diharapkan oleh perusahaan tidak ada penyimpangan. Sehingga hasil dari investasi dapat digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan yang berarti bahwa semakin tinggi tingkat efektivitas investasi maka kinerja perusahaan semakin baik. Terdapat 2 kecenderungan dalam berinvestasi yaitu kemungkinan terjadi *overinvestment* atau *underinvestment*. Penelitian ini bertujuan untuk mencari pengaruh *managerial overconfidence*, tata kelola perusahaan dan pembiayaan internal terhadap efisiensi investasi. Setelah krisis tahun 2008 perusahaan mulai meningkatkan investasi mereka kembali akan tetapi perusahaan perbankan mengurangi jumlah pemberian pinjaman kepada perusahaan. Sehingga penelitian ini mengambil data waktu selama 10 tahun dari 2009 hingga 2018. Terdapat 153 perusahaan keluarga yang terdaftar di bursa efek Indonesia sebagai sampel penelitian. Data diambil dari data sekunder yang terdapat pada laporan tahunan perusahaan. Metode analisis yang digunakan disesuaikan dengan model penelitian sehingga terdapat beberapa pilihan seperti CEM, FEM, REM dan penduga Driscoll-Kraay. Berdasarkan hasil analisis didapatkan bahwa 1) *managerial overconfidence* berpengaruh positif terhadap pembiayaan internal, 2) pembiayaan internal berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi, 3) *managerial overconfidence* tidak berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi, 4) pembiayaan internal tidak berperan sebagai mediasi akan tetapi sebagai moderasi antara *managerial overconfidence* dengan efisiensi investasi, 5) tata kelola perusahaan berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi.

Kata Kunci : Efisiensi Investasi, *Managerial Overconfidence*, Moderasi, Pembiayaan Internal, Tata Kelola Perusahaan

(halaman ini sengaja dikosongkan)

ANALYSIS OF INFLUENCE OF MANAGERIAL OVERCONFIDENCE, INTERNAL FINANCING AND CORPORATE GOVERNANCE ON INVESTMENT EFFICIENCY

ABSTRACT

Investment efficiency is a condition in which the investment process is carried out in accordance with company expectations. The investment activities carried out can be said to be efficient if the rate of return expected by the company is no deviation. So the results of the investment can be used as a measure of company performance which means that the higher the level of effectiveness of the investment, the better the company's performance. There are 2 trends in investing, namely the possibility of overinvestment or underinvestment. This study aims to look for managerial overconfidence, corporate governance and internal financing effects on investment efficiency. After the 2008 crisis the company began to increase their investment again but banking companies reduced the amount of lending to the company. So this research takes 10 years of time data from 2009 to 2018. There are 153 family companies listed on the Indonesian stock exchange as a research sample. Data is taken from secondary data contained in the company's annual report. The analytical method used is adjusted to the research model so that there are several options such as CEM, FEM, REM and Driscoll-Kraay estimators. Based on the results of the analysis found that 1) managerial overconfidence has a positive effect on internal financing, 2) internal financing has a positive effect on investment efficiency, 3) managerial overconfidence has no significant effect on investment efficiency, 4) internal financing does not act as a mediator but as a moderation between managerial overconfidence with investment efficiency, 5) corporate governance has a negative effect on investment efficiency

Keywords: Corporate Governance, Internal Financing, Investment Efficiency, Managerial Overconfidence, Moderation

(halaman ini sengaja dikosongkan)

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkah dan rahmat-Nya penulis dapat menyelesaikan penelitian ini dengan judul Analisis Pengaruh *Managerial Overconfidence*, Pembiayaan Internal, dan Tata Kelola Perusahaan Terhadap Efisiensi Investasi dengan tepat waktu. Penulis menyampaikan terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan penelitian ini, yaitu:

1. Bapak Imam Baihaqi, S.T., M.Sc., Ph.D selaku Dekan Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital.
2. Ibu Dr. oec HSG. Syarifa Hanoum, S.T., M.T., CSEP selaku Kepala Departemen Manajemen Bisnis ITS.
3. Bapak Berto Mulia Wibawa, S.Pi., MM selaku Sekretaris Departemen Manajemen Bisnis ITS.
4. Bapak Aang Kunaifi, SE., MSA., AK., CA., CFP. selaku dosen pembimbing dan dosen wali yang telah banyak memberikan masukan, saran , dan bimbingan kepada penulis sehingga pengerjaan penelitian ini dapat berjalan dengan baik.
5. Dosen pengajar, staff, serta seluruh karyawan Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah banyak memberikan pembelajaran dan berbagai pengalaman berharga kepada penulis selama menjadi mahasiswa.
6. Keluarga penulis yang selalu memberikan doa dan dukungan mental serta finansial sekuat tenaga kepada penulis.
7. Faras Pramesti yang selalu memberikan motivasi dan semangat serta selalu menemani dalam pengerjaan skripsi
8. Royhan dan Nanda yang senantiasa menemani selama beberapa semester serta dalam proses pengerjaan skripsi.
9. Robica dan Byz yang telah membantu serta kerjasama dalam proses pengerjaan skripsi dari awal hingga akhir.
10. SRD BMSA 2019 yang telah banyak memberikan pengalaman dalam menyelenggarakan kegiatan di dalam berorganisasi yang sangat bermanfaat ke depannya.

11. Anggota Lab BAS yang telah memberikan dukungan dan saran terkait penulisan skripsi ini.
12. Teman-teman UMBRA telah menjadi keluarga kedua selama masa perkuliahan serta memberikan semangat dan kebersamaan.
13. Mbak dan mas MB-04 dan MB-05 yang telah membagi ilmu dan pengalaman baik dalam hal akademik maupun organisasi selama masa perkuliahan.
14. Keluarga Mahasiswa Manajemen Bisnis ITS dan *Business Management Student Association* atas dukungannya selama ini.
15. Pihak-pihak lain yang telah membantu dalam penyelesaian penelitian ini yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Penulis berharap semoga penelitian ini dapat bermanfaat untuk menambah wawasan sesama mahasiswa, pemerintah maupun publik terkait efisiensi investasi di perusahaan. Penelitian ini sangat jauh dari kata sempurna dan mohon maaf bila ada salah dalam penggunaan kata serta mohon kritik dan saran agar dapat menjadi lebih baik lagi ke depannya.

Surabaya, Januari 2020

Penulis

DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN i
ABSTRAK iii
ABSTRACT v
KATA PENGANTAR vii
DAFTAR ISI ix
DAFTAR GAMBAR xiii
DAFTAR TABEL xv
DAFTAR LAMPIRAN xvii
BAB I PENDAHULUAN 1
1.1 Latar Belakang 1
1.2 Rumusan Masalah 7
1.3 Tujuan Penelitian 7
1.4 Kontribusi Penelitian 7
1.4.1 Kontribusi Teori 7
1.4.2 Kontribusi Praktik 8
1.4.3 Kontribusi Kebijakan 8
BAB II LANDASAN TEORI 9
2.1 Efisiensi Investasi 9
2.2 Perusahaan Keluarga 10
2.3 *Managerial Overconfident* 10
2.4 Pembiayaan Internal 12
2.5 Tata Kelola Perusahaan 13
2.6 Pengembangan Hipotesis 13
2.6.1 *Managerial Overconfidence* Terhadap Pembiayaan Internal 13
2.6.2 Pembiayaan Internal Terhadap Efisiensi Investasi 14
2.6.3 Managerial Overconfidence Terhadap Efisiensi Investasi 16
2.6.4 Pembiayaan Internal Sebagai Mediasi 17
2.6.5 Tata Kelola Perusahaan Terhadap Efisiensi Investasi 17
2.7 *Research* Gap 19
2.8 Penelitian Terdahulu 20
BAB III METODOLOGI PENELITIAN 21
3.1 Waktu Penelitian 21
3.2 AlurPenelitian 21
3.3 Data 22

3.1.1 Sumber Data 22
3.1.2 Teknik Pengumpulan Sampel 23
3.2 Model Empiris 24
3.2.1 Definisi Operasional 24
3.2.2 Model Penelitian 27
3.3 Metode Analisis Data 28
3.3.1 Analisis Deskriptif 28
3.3.2 Uji Asumsi Klasik 29
3.3.3 Pengujian Model 30
3.3.4 Analisis Regresi Data Panel 30
3.3.5 Pengujian Hipotesis 33
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN 35
4.1 Analisis Deskriptif 35
4.2 Pengujian dan Pemilihan Model 42
4.3 Uji Asumsi Klasik 44
4.3.1 Uji Multikolinearitas 44
4.3.2 Uji Heteroskedastisitas 48
4.3 Uji Hipotesis 48
4.3.1.Regresi Model 1 49
4.3.2 Regresi Data Efisiensi Investasi 51
4.3.3 Regresi Data *Overinvestment* 53
4.3.4 Regresi Data *Underinvestment* 56
4.3.5 Regresi Model 5 59
4.4 Uji Koefisien Determinasi (R^2) 61
4.5 Pembahasan 63
4.5.1 Pengaruh *Managerial Overconfidence* terhadap Pembiayaan Internal 63
4.5.2 Pengaruh Pembiayaan Internal terhadap Efisiensi Investasi 64
4.5.3 Pengaruh *Managerial Overconfidence* terhadap Efisiensi Investasi 65
4.5.4 Pengaruh Efek Mediasi Pembiayaan Internal antara *Managerial Overconfidence* dan Efisiensi Investasi 67
4.5.5 Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Efisiensi Investasi 67
4.6 Uji *Robustness* Pembiayaan Internal sebagai Moderator 68
4.7 Implikasi Manajerial 69
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN 73
5.1 Kesimpulan 73
5.2 Saran 74

5.2.1 Saran Bagi Peneliti Selanjutnya 74
5.2.2 Saran Bagi Perusahaan 74
5.2.3 Saran Bagi Pemerintah 75
5.3 Keterbatasan Penelitian 75
Daftar Pustaka 77
Lampiran.....87

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Teori Upper Echelons..... 11
Gambar 3.1 Alur Penelitian..... 22
Gambar 3 2 Model Penelitian 28

(halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu 20
Tabel 3.1 Waktu Penelitian 21
Tabel 3.2 Populasi dan Sampel Penelitian 24
Tabel 3.3 Definisi Operasional 25
Tabel 3.4 Keterangan kode model empiris 31
Tabel 4 1 Deskriptif Statistik Data Nominal Ordinal Seluruh Sampel 35
Tabel 4 2 Deskriptif Statistik Data Nominal Ordinal Sampel Overinvestment 35
Tabel 4 3 Deskriptif Statistik Data Nominal Ordinal Sampel Underinvestment 36
Tabel 4.4 Statistika Deskriptif Variabel Penelitian (Total) 36
Tabel 4.5 Statistika Deskriptif Variabel Penelitian Investasi Tidak Efisien 36
Tabel 4 6 Pengujian Model Regresi 42
Tabel 4 7 Hasil Pengujian Model 44
Tabel 4 8 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel Keseluruhan 45
Tabel 4 9 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel Overinvestment 45
Tabel 4 10 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel Underinvestment 46
Tabel 4 11 Hasil Uji Heteroskedastisitas 48
Tabel 4 12 Hasil Regresi Data Panel Model 1 49
Tabel 4 13 Hasil Regresi Data Efisiensi Investasi 51
Tabel 4 14 Hasil Regresi Data Overinvestment 53
Tabel 4 15 Hasil Regresi Data Underinvestment 56
Tabel 4 16 Hasil Regresi Model 5 59
Tabel 4 17 Hasil dari R-squared Pada Keseluruhan Model Penelitian 63
Tabel 4 18 Keterangan Variabel Moderasi 68
Tabel 4 19 Hasil Robustness Moderator Pembiayaan Internal 69
Tabel 4 20 Implikasi Manajerial 71

(halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Sampel Data Perusahaan Keluarga 87
Lampiran 2 Data Penelitian 91
Lampiran 3 Hasil Uji Regresi Model 1 (Uji Chow) 91
Lampiran 4 Hasil Uji Regresi Model 1 (Uji Hausman) 91
Lampiran 5 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 1 92
Lampiran 6 Hasil Uji Regresi Driscoll-Kraay Model 1 92
Lampiran 7 Hasil Uji Regresi Model 2 IE (Uji Chow) 93
Lampiran 8 Hasil Uji Regresi Model 2 IE (Uji Hausman) 93
Lampiran 9 Hasil Uji Regresi Model 2 IE (Uji Lagrange) 93
Lampiran 10 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2 IE 93
Lampiran 11 Hasil Uji Regresi REM Model 2 IE 94
Lampiran 12 Hasil Uji Regresi Model 3 IE (Uji Chow) 95
Lampiran 13 Hasil Uji Regresi Model 3 IE (Uji Hausman) 95
Lampiran 14 Hasil Uji Regresi Model 3 IE (Uji Lagrange) 95
Lampiran 15 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3 IE 96
Lampiran 16 Hasil Uji Regresi REM Model 3 IE 96
Lampiran 17 Hasil Uji Regresi Model 4 IE (Uji Chow) 97
Lampiran 18 Hasil Uji Regresi Model 4 IE (Uji Hausman) 97
Lampiran 19 Hasil Uji Regresi Model 4 IE (Uji Lagrange) 97
Lampiran 20 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 4 IE 98
Lampiran 21 Hasil Uji Regresi REM Model 4 IE 98
Lampiran 22 Hasil Uji Regresi Model 2 Over (Uji Chow) 99
Lampiran 23 Hasil Uji Regresi Model 2 Over (Uji Lagrange) 99
Lampiran 24 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2 Over 99
Lampiran 25 Hasil Uji Regresi Driscoll-Kraay Model 2 Over 100
Lampiran 26 Hasil Uji Regresi Model 3 Over (Uji Chow) 100
Lampiran 27 Hasil Uji Regresi Model 3 Over (Uji Lagrange) 101
Lampiran 28 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3 Over 101
Lampiran 29 Hasil Uji Regresi Driscoll-Kraay Model 3 Over 101
Lampiran 30 Hasil Uji Regresi Model 4 Over (Uji Chow) 102

Lampiran 31 Hasil Uji Regresi Model 4 Over (Uji Lagrange)..... 102
Lampiran 32 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 4 Over..... 103
Lampiran 33 Hasil Uji Regresi Driscoll-Kraay Model 4 Over 103
Lampiran 34 Hasil Uji Regresi Model 2 Under (Uji Chow)..... 104
Lampiran 35 Hasil Uji Regresi Model 2 Under (Uji Hausman)..... 104
Lampiran 36 Hasil Uji Regresi Model 2 Under (Uji Lagrange)..... 104
Lampiran 37 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2 Under..... 104
Lampiran 38 Hasil Uji Regresi REM Model 2 Under..... 105
Lampiran 39 Hasil Uji Regresi Model 3 Under (Uji Chow)..... 106
Lampiran 40 Hasil Uji Regresi Model 3 Under (Uji Hausman)..... 106
Lampiran 41 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3 Under..... 106
Lampiran 42 Hasil Uji Regresi FEM Model 3 Under..... 107
Lampiran 43 Hasil Uji Regresi Model 4 Under (Uji Chow)..... 108
Lampiran 44 Hasil Uji Regresi Model 4 Under (Uji Hausman)..... 108
Lampiran 45 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 4 Under..... 108
Lampiran 46 Hasil Uji Regresi FEM Model 4 Under..... 109
Lampiran 47 Hasil Uji Regresi Model 5 (Uji Chow)..... 110
Lampiran 48 Hasil Uji Regresi Model 5 (Uji Hausman)..... 110
Lampiran 49 Hasil Uji Regresi Model 5 (Uji Lagrange)..... 111
Lampiran 50 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 5..... 111
Lampiran 51 Hasil Uji Regresi REM Model 5..... 111
Lampiran 52 Hasil Uji Multikolinearitas Seluruh Sampel..... 112
Lampiran 53 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel Overinvestment..... 112
Lampiran 54 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel Underinvestment..... 112
Lampiran 55 Hasil Uji Regresi Efek Moderasi Pembiayaan Internal..... 113

BAB I
PENDAHULUAN

Pada bab ini berisikan latar belakang diadakannya penelitian, rumusan masalah, tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian, manfaat penelitian, batasan dan asumsi dalam penelitian, serta sistematika penulisan yang menjelaskan isi proposal secara singkat.

1.1 Latar Belakang

Dalam pengelolaan bisnis terutama di perusahaan investasi memainkan peran penting dalam memastikan pembangunan berkelanjutan perusahaan, persaingan pasar dan menciptakan nilai baru bagi pemegang saham. Kebijakan investasi perusahaan ditentukan oleh berbagai faktor, termasuk ekonomi secara keseluruhan (makro), kebijakan moneter, pasar modal, dan operasional perusahaan (Richardson, 2006). Efisiensi investasi merupakan suatu kegiatan di mana proses investasi yang dilakukan sesuai dengan harapan perusahaan. Hal ini berkaitan dengan baik tidaknya perusahaan menginvestasikan aset mereka. Kegiatan investasi yang dilakukan dapat dikatakan efisien bila tingkat pengembalian yang diharapkan oleh perusahaan tidak adanya penyimpangan. Ini dapat digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan yang berarti bahwa semakin tinggi tingkat efektivitas investasi maka kinerja penggunaan aset lebih efektif dan efisien. Terdapat 2 kecenderungan dalam berinvestasi yaitu kemungkinan terjadi *overinvestment* atau *underinvestment*. Investasi yang baik oleh perusahaan akan memberikan dampak peningkatan dalam jumlah pendapatan perusahaan.

Di Indonesia terjadi fenomena menarik mengenai efisiensi investasi, hal ini ditunjukkan dalam data Badan Pusat Statistik (BPS) bahwa efisiensi investasi di Indonesia makin buruk. Penilaian ini menggunakan formula ICOR (*Incremental Capital Output* Rasio. ICOR merupakan sebuah parameter ekonomi makro yang menggambarkan rasio investasi kapital/modal terhadap hasil yang diperoleh (*output*), dengan menggunakan investasi tersebut (Badan Pusat Statistik, 2019). ICOR juga bisa diartikan sebagai dampak penambahan kapital terhadap

penambahan sejumlah keluaran. Berdasarkan hal tersebut, Indonesia perlu mengembangkan industri bahan baku penolong serta modal, agar dapat meningkatkan nilai investasi di Indonesia. Berdasarkan yang telah publikasikan oleh Indo Premier (2019) nilai ICOR Indonesia sejak 2016-2018 masih diangka 6.3. dan memburuk sejak tahun 2011-2015 yang mencapai angka 5,02 menjadi 6,64. Dibandingkan dengan ICOR yang dimiliki beberapa negara di ASEAN hanya seperti Malaysia sebesar 4,6, Filipina 3,7 dan Thailand 4,5. Hal ini menandakan bahwa begitu kurangnya pengelolaan modal di Indonesia. Menurut Widodo dalam Imelda (2015), nilai ICOR akan menunjukkan investasi yang baik bila nilainya antara 3–4 poin. Semakin tinggi nilai ICOR tersebut, mengidentifikasikan bahwa terjadi kemungkinan inefisiensi dalam penggunaan investasi yang telah dilakukan. Sebaliknya, nilai ICOR yang rendah menunjukkan adanya efisiensi dalam penggunaan modal. Suatu studi yang dilakukan PBB membenarkan sebuah pernyataan bahwa selama sepuluh tahun yang diakhiri tahun 1963, sekitar 70% negara sedang berkembang memperoleh kenaikan rasio modal-keluaran antara 3 dan 4 (Jhingan, 2007). Pemerintah mulai menargetkan adanya peningkatan investasi dalam PDB hingga mencapai level 40% yaitu dengan cara mendorong industri pengolahan bahan baku dan modal, serta menurunkan angka ICOR.

Efisiensi investasi merupakan masalah mendasar dalam keuangan perusahaan, terutama untuk perusahaan yang terdaftar di Indonesia. Karena mayoritas perusahaan di Indonesia merupakan perusahaan keluarga di mana sebagian besar sumber pendanaan mereka berasal dari internal dan keuntungan perusahaan merupakan hal yang utama bagi perusahaan. Menurut keterangan pada survei yang dikeluarkan oleh PricewaterhouseCoopers (PwC) tahun 2014, sebanyak 60% perusahaan terbuka (*public company*) di Asia Tenggara merupakan perusahaan keluarga. Terdapat pula keterangan bahwa 95% bisnis di Indonesia merupakan bisnis milik keluarga dan memiliki kontribusi terhadap PDB mencapai angka 25% (PricewaterhouseCoopers, 2014). Dalam Wahjono et al (2018) perusahaan keluarga di Indonesia menyumbang 80% GNP (*Gross National Product*). Pada data tersebut pula didapatkan bahwa berdasarkan data BPS, hasil Survei Ekonomi Nasional (Susenas) di tahun 2016, sebanyak 91% di Indonesia merupakan perusahaan yang dikategorikan sebagai perusahaan keluarga. Data

tersebut juga menyebutkan bahwa 55% dari GDP Indonesia merupakan sumbangan dari perusahaan keluarga. Pada 2016, survei yang dilakukan oleh PwC menunjukkan angka pertumbuhan pada perusahaan keluarga mencapai angka 42% (Saeno, 2016). Kemudian pada tahun 2018, berdasarkan laporan survei PwC terkait bisnis keluarga di Indonesia, pertumbuhannya mencatatkan angka 65% bahkan beberapa perusahaan mencatatkan kenaikan hingga dua digit (PricewaterhouseCoopers, 2018). Penelitian yang dilakukan oleh Shanker dan Asrrachan (2003) menunjukkan bahwa beberapa negara maju seperti Amerika Serikat perusahaan bisnis keluarga dapat berkontribusi hingga 62% dari Produk Domestik Bruto. Sedangkan di beberapa negara Eropa seperti Belgia, Italia, Jerman, Perancis, Portugal, Spanyol dan Swedia, memiliki jumlah proporsi perusahaan bisnis keluarga sangat besar (Astrachan & Shanker, 2003)

Beberapa kasus perusahaan keluarga di Indonesia tidak dapat bertahan lama baik ketika para pendirinya masih hidup, akan tetapi ada pula yang dapat bertahan serta berkembang sampai beberapa generasi (Jakarta Consulting Group, 2004). Dilanjutkan dalam penelitian oleh *Boston Consulting Group* dalam Mulyani , Singh, & Mishra (2016) menunjukkan bahwa hanya sekitar 30% dari bisnis keluarga Indonesia yang dapat bertahan sejak generasi pertama dan hanya sekitar 9% dapat berlanjut ke beberapa generasi berikutnya. Data-data tersebut menunjukkan bahwa bisnis keluarga di Indonesia memiliki tingkat pertumbuhan yang baik, namun masih tidak jelas mengenai prospek ke depannya. Jika dibandingkan dengan beberapa negara maju seperti Amerika Serikat, bisnis keluarga di Indonesia masih berada pada masa pertumbuhan, sehingga keputusan keuangan terutama investasi oleh perusahaan keluarga di Indonesia menarik untuk dipelajari.

Survei yang di lakukan oleh PWC terhadap CEO global sejak tahun 2017 sampai 2019 mengalami penurunan kepercayaan diri terhadap pertumbuhan pendapatan perusahaan. Pada tahun 2017 sebanyak 51% CEO global sangat percaya diri dengan pertumbuhan pendapatan mereka akan tetapi pada tahun 2019 turun drastis hanya tersisa 36% CEO yang terlalu percaya diri (PricewaterhouseCoopers, 2019) Pertumbuhan pendapatan yang dimaksud bukan saja dari aktivitas operasional akan tetapi dari aktivitas investasi yang dilakukan perusahaan. Investasi

sebagai peran krusial dalam perkembangan berkelanjutan usaha demi bersaing di pasar dan membentuk nilai untuk para pemilik usaha. Faktor manajerial, seperti halnya irasionalitas manajer merupakan salah satu yang penting, terutama di pasar keuangan yang tidak efisien dan di perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang buruk (Malmendier et al, 2011). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Roll (1986) menyatakan bahwa terlalu percaya diri merupakan perilaku yang irasional dan manajer cenderung menunjukkannya dalam pengambilan keputusan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian-penelitian setelahnya bahwa manajer yang terlalu percaya diri membuat sebuah keputusan dalam berinvestasi (modal) membuat keputusan yang menghasilkan masalah investasi berlebih (*overinvestment*) atau kurang investasi (*underinvestment*) (Heaton, 2002; Bates, 2005; Xin, Lin, & Wang, 2007). Dari penelitian tersebut terlihat bahwa manajer akan terlalu percaya diri dan terburu-buru dengan tujuan terlihat bagus atau baik sehingga menyebabkan terjadinya kesalahan dalam investasi yang dilakukan, terutama pada aset.

Perusahaan akan memprioritaskan atau mengutamakan sumber pembiayaan mereka berdasarkan biaya yang ditanggung, sehingga kebanyakan lebih suka menggunakan pembiayaan yang berasal dari internal, kemudian baru utang dan yang terakhir adalah ekuitas (baru), sesuai dengan teori pecking order (Myers, 1984). Kecenderungan para manajer yang terlalu percaya diri percaya bahwa perusahaan mereka diremehkan dan pembiayaan eksternal dinilai terlalu mahal terutama pembiayaan dengan ekuitas. Sehingga manajer menampilkan preferensi seperti yang dijelaskan dalam teori pecking order, menggunakan pembiayaan internal dari pada pembiayaan yang berasal dari luar (Malmendier, Tate, & Yan, 2011). Hal lain yang membuat para manajer lebih cenderung menggunakan pembiayaan secara internal karena sumber internal lebih mudah dikontrol dari pada yang lain. Oleh karena itu manajer yang terlalu percaya diri mempengaruhi efisiensi proyek investasi dengan pembiayaan internal. Bukti manajer terlalu percaya diri terjadi pada negara China, di mana manajer atau CEO yang terlalu percaya diri ketika memiliki dana internal yang melimpah secara sistematis akan melebih-lebihkan proyek investasinya bila tidak di disiplinkan oleh pasar modal atau tata kelola perusahaan. Begitu juga bila jika tidak dana internal yang memadai, mereka cenderung mengurangi atau tidak melakukan investasi.

Ying, Cindy, & Yue (2019) melakukan penelitian di beberapa perusahaan di China menghasilkan temuan bahwa terdapat hubungan positif antara manajerial terlalu percaya diri (*managerial overconfident*) dan pembiayan internal. Manajer yang terlalu percaya diri cenderung memiliki ilusi tentang keakuratan penilaian mereka, sehingga sering kali membuat keputusan yang melebih-lebihkan kemungkinan kesuksesan dari investasi yang dilakukan. Manajer atau CEO cenderung percaya bahwa perusahaan yang mereka kendalikan akan menunjukkan keuntungan yang baik dan memiliki potensi kesuksesan besar serta percaya bahwa investor luar itu meremehkan perusahan mereka. Karena adanya informasi yang asimetris dan biaya transaksi maka manajer cenderung memilih pembiayaan internal dan tetap memiliki uang tunai.

Perusahaan milik negara memiliki kecenderungan bahwa manajer perusahaan yang kebanyakan ditunjuk langsung oleh pemerintah lebih cenderung terlalu percaya diri dari pada perusahaan swasta. Keputusan manajerial perusahaan negara lebih berfokus pada kepentingan politik atau diri sendiri tanpa memikirkan kinerja dari operasional perusahaan (Jiang, Yin, Su, & Huang, 2009). Hal ini berbeda dengan perusahaan swasta di mana manajer atau CEO ditunjuk sesuai dengan kapabilitas dan kemampuan yang dimiliki. Ketika industri atau proyek tertentu menjadi "panas" di pasar, manajer yang terlalu percaya diri, bersemangat untuk membuktikan kompetensi mereka dalam menemukan peluang investasi, cenderung memperluas skala investasi tanpa mempertimbangkan pengembalian , risiko dan faktor-faktor lain. Menariknya dalam perusahaan swasta manajer yang terlalu percaya diri cenderung menggunakan pembiayaan internal untuk aktivitas investasi dibanding pada perusahaan milik negara. Perusahaan milik negara ketika menghadapi suatu masalah terkait pendanaan untuk pembangunan infrastruktur atau lainnya dapat secara langsung mendapatkan uang dari pemerintah. Perusahaan milik negara juga mendapatkan akses yang lebih mudah ke pasar dan lembaga kredit atau bank (Zhang, Wang, & Jiang, 2010). Akan tetapi kemudahan dan keuntungan tersebut terkadang mengarah pada miopia investasi. Terjadi sebaliknya pada perusahaan swasta di mana ketika menghadapi kendala pembiayaan, mereka lebih sedikit berpeluang untuk mendapatkan bantuan pemerintah sehingga lebih cenderung untuk melakukan investasi yang konservatif. Manajer dituntut untuk

mengurangi dividen perusahaan dan meningkatkan laba ditahan dana kemampuan pendanaan internal guna keperluan investasi. Kecenderungan ini cukup menarik untuk di teliti di Indonesia dengan sebagian besar perusahaan berada di tangan swasta terutama adalah perusahaan milik keluarga.

Terdapat beberapa perusahaan keluarga yang tercatat dalam pasar modal Indonesia sehingga sebagian kepemilikannya dimiliki oleh publik. Yang berarti segala perilaku dan kinerja dari perusahaan selalu diawasi oleh investor dan perusahaan bertanggungjawab kepada investor, baik internal maupun eksternal (publik). Dengan hal tersebut perusahaan dituntut untuk bekerja dengan baik dan menciptakan performa perusahaan yang terbaik. Salah satu bentuk yang dapat dilakukan perusahaan untuk dapat meningkatkan performa dengan membuat tata kelola (*tata kelola perusahaan*) perusahaan yang baik. Kualitas tata kelola yang baik dapat menjamin validitas dan akuntabilitas perusahaan serta meningkatkan keandalan dan kualitas informasi keuangan serta efisiensi pasar modal (Shahid & Abbas, 2019). Banyak sekali literatur atau penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa praktik tata kelola perusahaan yang baik dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Cremes & Nair, 2005; Core , Guay, & Rusticus, 2006). Sementara tata kelola perusahaan merupakan penentu yang signifikan pada profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan serta peningkatan efisiensi alokasi investasi dapat dicapai melalui transfer dana cadangan ke proyek yang diinvestasikan dengan pengembalian yang baik. Apabila pengembalian investasi lebih tinggi dari biaya modal, tata kelola perusahaan dapat terlihat melakukan tugasnya untuk menghasilkan pengembalian yang signifikan (Singam, 2003).

Praktik dewan direksi yang diterapkan oleh perusahaan-perusahaan Indonesia masih lemah (Asian Development Bank, 2017). Ditemukan bahwa terdapat peningkatan nilai tanggung jawab dewan dari 17,63 tahun 2012 ke 20.99 tahun 2015, yang berarti hanya 19,06% selama 3 tahun. Rata-rata skor total adalah 20,99 poin pada tahun 2015. Hal ini berarti bahwa tingkat kepatuhan rata-rata adalah 52,48% (rata-rata, perusahaan hanya memenuhi 52,48% dari 79 item yang dinilai). Itu adalah tingkat kepatuhan terendah di antara lima bagian individu. Meskipun ada peningkatan tahun-ke-tahun selama 2012-2015, direktur masih perlu lebih memperhatikan langkah ini. Komitmen dewan untuk mengadopsi praktik terbaik

tata kelola perusahaan merupakan faktor kunci keberhasilan dalam meningkatkan bidang ini. Peraturan juga dapat memainkan peran penting untuk memastikan bahwa dewan mengambil tanggung jawabnya secara efektif dan efisien.

Berdasarkan latar belakang dan beberapa perbedaan hasil yang telah dilakukan serta dipaparkan di atas, penelitian ini akan mencoba untuk melakukan penelitian terkait dengan pengaruh manajerial yang terlalu percaya diri, pembiayaan internal dan tata kelola perusahaan terhadap efisiensi investasi pada perusahaan keluarga yang terdaftar di pasar modal Indonesia yang dicatatkan pada PT Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini akan berjudul " Pengaruh *Managerial Overconfidence*, Pembiayaan Internal dan Tata Kelola Perusahaan terhadap Efisiensi Investasi".

1.2 Rumusan Masalah

Permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh *managerial overconfidence*, pembiayaan internal dan tata kelola perusahaan terhadap efisiensi investasi.

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dilakukannya penelitian ini untuk :

1. Mengetahui pengaruh *managerial overconfidence* terhadap pembiayaan internal
2. Mengetahui pengaruh pembiayaan internal terhadap efisiensi investasi
3. Mengetahui pengaruh *managerial overconfidence* terhadap efisiensi investasi
4. Mengetahui pengaruh *managerial overconfidence* dengan dimediasi oleh pembiayaan internal terhadap efisiensi investasi
5. Mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan terhadap efisiensi investasi

1.4 Kontribusi Penelitian

Kontribusi yang diharapkan dari dilakukannya penelitian ini meliputi kontribusi teori dan kontribusi praktik

1.4.1 Kontribusi Teori

Kontribusi teori penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Menguji hipotesis adanya hubungan managerial overconfidence dengan keputusan pembiayaan internal
2. Menguji hipotesis adanya hubungan pembiayaan internal dengan efisiensi investasi
3. Menguji hipotesis adanya hubungan langsung managerial overconfidence dengan efisiensi investasi
4. Menguji hipotesis adanya hubungan *managerial overconfident* dimediasi oleh pembiayaan internal terhadap efisiensi investasi
5. Menguji hipotesis adanya hubungan tata kelola perusahaan dengan efisiensi investasi

1.4.2 Kontribusi Praktik

Kontribusi praktik penelitian ini untuk perusahaan yang berkaitan adalah sebagai berikut :

1. Menjadi pengetahuan bagi manajer mengenai karakteristik pimpinan yang sesuai guna meningkatkan efisiensi investasi sehingga meningkatkan performa dan nilai perusahaan.
2. Menjadi pengetahuan bahwa tingkat kepercayaan diri manajer akan mempengaruhi keputusan yang diambil dan menjadi arah gerak perusahaan.
3. Menambah pengetahuan bagi para pemegang kepentingan bahwa tata kelola perusahaan yang baik harus selalu di kedepankan agar proses operasional perusahaan berjalan dengan efisien.

1.4.3 Kontribusi Kebijakan

Kontribusi kebijakan penelitian ini berhubungan dengan pihak regulator atau pemerintah sebagai berikut :

1. Otoritas Jasa Keuangan dapat memperketat kebijakan terkait *good corporate governance* untuk seluruh perusahaan di Indonesia bukan hanya perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Pemerintah mengeluarkan peraturan perundang-undangan yang mendorong perusahaan harus beroperasi secara efisien dan efektif guna menjaga dan meningkatkan kinerja perusahaan.

BAB II
LANDASAN TEORI

Pada bab ini akan menjelaskan teori-teori dan studi literatur terdahulu yang akan digunakan penulis sebagai landasan dan acuan dalam penelitian ini. Bab ini juga menjelaskan penelitian terdahulu untuk mengetahui perbedaan dengan penelitian ini.

2.1 Efisiensi Investasi

Modigliani dan Miller (1958) menjelaskan bahwa efisiensi investasi merupakan bentuk penggunaan modal yang sesuai dengan harapan dan sama pada setiap proyek yang dilakukan. Perusahaan mendapatkan pendanaan untuk keseluruhan investasi yang bernilai positif dan bersifat terus-menerus hingga keuntungan marjinal investasi sama dengan biaya marjinal. Sehingga selama biaya modal yang dikeluarkan perusahaan sama dengan harapan manfaat yang didapat perusahaan merupakan efisiensi investasi.

Berinvestasi pada perusahaan seperti pembelian alat, pengembangan pabrik, dan lain sebagainya memerlukan modal yang besar. Proses keputusan berinvestasi dapat memunculkan kecenderungan kesalahan berinvestasi yang menyebabkan adanya penyimpangan harapan investasi dengan aktualnya. Dua kecenderungan yang dapat muncul adalah *overinvestment* dan *underinvestment*. *overinvestment* atau kelebihan dalam berinvestasi berkaitan dengan kemungkinan bahwa manajemen menyalahgunakan kekuatan pengambilan keputusannya dengan mengadopsi proyek-proyek yang tidak menguntungkan atau terlalu berisiko sehingga dapat merusak kepentingan pemegang saham serta kepentingan para pemberi modal (Stulz, 1990). Underinvestment atau bisa disebut sebagai debt overhang merupakan kejadian ketika perusahaan tidak memenuhi kesempatan berinvestasi sehingga terjadi kekurangan investasi. Keputusan ini terjadi karena munculnya rasio hutang yang tinggi membuat para pembuat keputusan di perusahaan menolak investasi bernilai positif (NPV positif) (Myers S. , 1977).

2.2 Perusahaan Keluarga

Perusahaan keluarga adalah perusahaan yang dimiliki dan di kelola oleh anggota keluarga pendirinya dengan minimal terdapat 2 dewan direksi atau dewan komisaris yang berasal dari keluarga pendiri (Susanto, Wijanarko, Susanto, & Mertosono, 2010). Perusahaan keluarga juga ditandai dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi , terkontrol dan terdapat beberapa posisi eksekutif yang di duduki oleh anggota keluarga (Betrand & Schoar, 2006). Andres (2008) menjelaskan bahwa bisnis keluarga adalah perusahaan yang minimal 25% kepemilikan sahamnya dimiliki oleh keluarga pendiri atau bila kurang dari itu terdapat anggota keluarga yang menjabat sebagai dewan komisaris atau dewan direksi. Hal ini juga sejalan dengan yang dijelaskan oleh Setianto & Sari (2017), sesuai dengan keputusan dewan direksi PT Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004. Lainnya oleh Ward & Aronoff (2002) bahwa perusahaan dapat dikatakan perusahaan keluarga apabila dua atau lebih anggota keluarga mengawasi keuangan perusahaan. Perusahaan keluarga dapat didefinisikan sesuai dengan hal-hal berikut ini (Poza, 2007) :

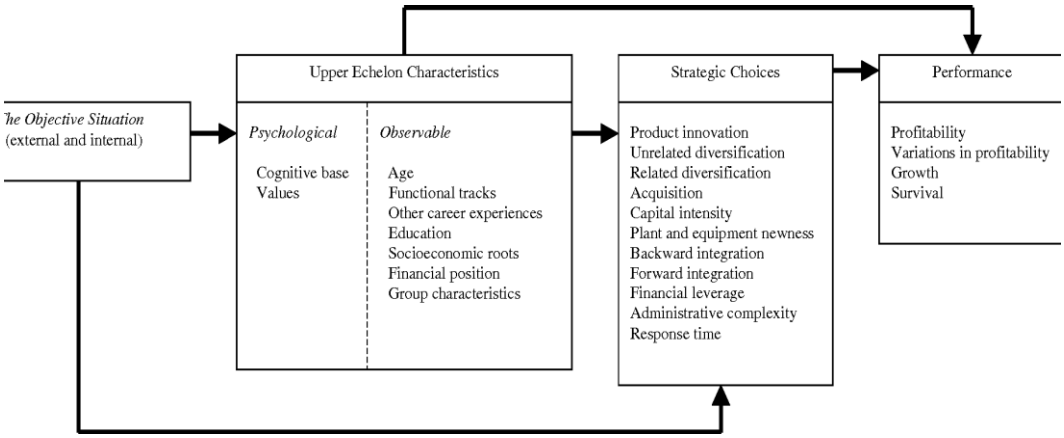
1. Kontrol kepemilikan berasal dari dua atau lebih, baik anggota keluarga atau rekan dari keluarga.
2. Strategi manajemen perusahaan dipengaruhi oleh anggota dari keluarga secara langsung sebagai advisor dalam anggota dewan atau menjadi pemegang saham.
3. Mempedulikan pada hubungan keluarga.

Sesuai dengan beberapa definisi di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan keluarga merupakan perusahaan yang dimiliki dan atau dikelola oleh anggota keluarga pendiri perusahaan dengan minimal dua anggota keluarga menduduki jabatan sebagai dewan direksi atau dewan komisaris, atau dapat dengan kepemilikan saham minimal 25% yang dimiliki oleh anggota keluarga dengan adanya kepentingan hubungan keluarga.

2.3 *Managerial Overconfident*

CEO, dewan direksi, manajer dan para pemimpin perusahaan lainnya memiliki peran yang penting dalam proses pengambilan keputusan perusahaan.

Dalam proses untuk pengambilan keputusan akan selalu dipengaruhi oleh beberapa hal. Hambrick dan Mason (1984) menjelaskan sebuah teori bernama *Upper Echelons* yang berisi bahwa perilaku seseorang dapat mempengaruhi proses pengambilan keputusannya.



Gambar 2.1 Teori Upper Echelons

Sumber : (Ting, Azizan, & Kweh, 2015)

Teori *upper echelons* menganggap konsep manajemen puncak sebagai pembuat keputusan strategis yang utama di dalam organisasi (Ting et al, 2015). Sehingga, keputusan strategis yang dibuat pemimpin memiliki dampak secara langsung terhadap hasil organisasi. Karena para eksekutif yang memiliki tanggung jawab atas organisasi secara keseluruhan, maka karakteristik mereka, apa yang mereka lakukan, dan bagaimana mereka melakukannya, secara khusus mempengaruhi hasil organisasi. Karakteristik yang mempengaruhi para pimpinan atas seperti, usia, pengelaman, masa kerja, pendidikan, kondisi sosial ekonomi, serta posisi finansial. Atas karakteristik yang dimiliki para pemimpin dapat mempengaruhi proses pengambilan keputusan strategis yang berdampak pada performa perusahaan.

Pada bidang psikologi, terlalu percaya diri merupakan salah satu temuan yang penting dalam proses pengambilan keputusan. Proses pengambilan keputusan berdampak pada proses manajemen seseorang. Sedangkan manajemen memainkan peran yang penting dalam menciptakan nilai bagi perusahaan (Dashtbayaz & Mohammadi, 2016). Manajemen yang terlalu percaya diri melakukan estimasi yang berlebihan pada orang lain atau perusahaan. Dengan adanya terlalu percaya diri, manajemen memperkirakan nilai perusahaan akan juga meningkat. Hal ini juga

berkaitan dalam proses pengambilan keputusan yang berhubungan dengan kepentingan perusahaan. Banyaknya informasi yang masuk dan adanya kepentingan pribadi juga mengganggu proses pengambilan keputusan. Proses pemeriksaan mungkin dinilai terlalu penting untuk mengambil risiko sifat kepribadian manajer yang dapat mempengaruhi (Duellman, Hurwitz, & Sun, 2015). Tingkat keyakinan manajerial yang berlebihan dapat memengaruhi penilaian risiko atas pelaporan keuangan karena lebih banyak data yang keandalan, probabilitas, dan dampak perkembangannya menguntungkan manajer terhadap arus kas perusahaan, lebih dari perkiraan aktual dan probabilitas serta dampak negatif dari pada fakta yang dihasilkan (Heaton, 2002; Malmendier & Tate, 2005).

Perusahaan yang dimiliki oleh keluarga berfokus pada bagaimana perusahaan dapat menghasilkan keuntungan sebesar mungkin. Terkadang terjadi biar antara ketercapaian yang diharapkan oleh perusahaan dengan manajernya. Seluruh penilaian performa manajer dinilai dengan ketercapaian yang di dapatkan perusahaan. Oleh karena itu peran kepemimpinan manajerial akan meningkatkan kepercayaan diri manajer. Manajer dapat mengendalikan perusahaan mereka menggunakan hak yang dimiliki untuk menghasilkan kepentingannya sendiri tanpa melihat adanya ketidakseimbangan dalam perusahaan. Goel dan Thakor (2008) dalam penelitiannya mengembangkan sebuah model untuk menunjukkan manajer yang terlalu percaya diri lebih mungkin untuk dipromosikan menjadi CEO/direktur. Paredes (2004) menggunakan kompensasi eksekutif sebagai ukuran pencapaian manajerial dan menemukan bahwa manajer berutang atas keberhasilan yang didapatkan, seperti halnya gaji yang tinggi untuk meningkatkan kemampuan pribadi, sehingga meningkatkan kepercayaan diri secara berlebihan. Heaton (2002) mendukung pandangan ini dengan optimisme dan kepercayaan diri yang berlebihan. Hasilnya menunjukkan bahwa manajer dengan mudah menjadi optimis karena percaya bahwa mereka pandai mengendalikan dan berkomitmen tinggi.

2.4 Pembiayaan Internal

Pembiayaan internal adalah bahasa yang digunakan untuk menggambarkan dana yang diperoleh perusahaan tanpa menggunakan sumber daya eksternal, didapat dari pasar modal. dengan kata lain, itu adalah bagian dari sumber daya

keuangan yang dihasilkan dari kegiatan operasional dan investasi daripada berasal dari dana di pasar modal (Zahorodniy, Voznyuk, & Smoyezhenko).

Berbicara tentang pembiayaan internal, harus dikatakan bahwa modal, diinvestasikan dalam aset dinegosiasikan dan tidak dapat dinegosiasikan (kecuali untuk sumber daya tunai dan setara mereka), dikeluarkan dan ditransformasikan dalam aset lancar dalam bentuk hasil penjualan dan pendapatan tetap lainnya setelah pajak.

Sumber internal utama jika keuangan adalah uang yang diperoleh dari evaluasi ulang aset tetap, tunjangan modal, laba ditahan, cadangan modal, dan cadangan pembayaran di masa depan.

2.5 Tata Kelola Perusahaan

Perusahaan terbuka menandakan bahwa perusahaan tersebut telah menyerahkan sebagian kepemilikannya kepada masyarakat publik. Sehingga masyarakat menjadi investor dari perusahaan yang terbuka. Para investor akan menjadi pemerhati dari performa perusahaan. Tata kelola perusahaan merupakan salah satu penentu dari performa perusahaan yang baik. Kualitas tata kelola yang baik dapat menjamin tingkat validitas dan akuntabilitas perusahaan serta meningkatkan keandalan dan kualitas informasi keuangan serta efisiensi pasar modal (Shahid & Abbas, 2019). Banyak sekali literatur atau penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa praktik tata kelola perusahaan yang baik dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Cremes & Nair, 2005; Core , Guay, & Rusticus, 2006).

2.6 Pengembangan Hipotesis

2.6.1 *Managerial Overconfidence* Terhadap Pembiayaan Internal

Penelitian terdahulu banyak sekali yang membuktikan bahwa kepercayaan diri menyebabkan adanya bias dalam operasional bisnis. Berdasarkan teori pecking order, bahwa perusahaan akan memprioritaskan sumber pembiayaan dari kemampuan keuangan mereka. Penelitian yang dilakukan oleh Graham dan Harvey (2001) menunjukkan bahwa kebanyakan manajer percaya bahwa mereka memiliki kemampuan yang besar dalam mengendalikan keputusan pembiayaan dan

mempengaruhi kinerja perusahaan. Berdasarkan perspektif manajer, mereka lebih menyukai menggunakan pembiayaan internal karena biayanya yang lebih murah dan membatasi adanya fluktuasi dari pihak peminjam dan pasar modal. Akan tetapi ada yang menarik, pada penelitian Malmendier dan Tate 2008, menunjukkan bahwa CEO yang terlalu percaya diri pada perusahaan yang memiliki banyak kas selalu dikaitkan dengan distorsi pengeluaran modal dan aktivitas merger serta akuisisi yang berlebihan sehingga mengarah pada reaksi negatif pasar. Manajer yang terlalu percaya diri juga percaya bahwa perusahaan akan menghasilkan keuntungan yang baik dan sangat berpotensi, dan investor luar menilai rendah nilai aslinya.

Manajer yang terlalu percaya diri cenderung mengendalikan ilusi tentang teknologi yang mereka miliki dan keakuratan penilaian mereka sendiri. Ketika mereka membuat keputusan, manajer yang terlalu percaya diri cenderung melebih-lebihkan kemungkinan sukses. Mereka juga percaya bahwa perusahaan mereka akan menunjukkan laba yang baik dan memiliki potensi besar, dan bahwa investor luar meremehkan nilai aktual mereka. Karena informasi asimetris dan biaya transaksi, manajer cenderung memilih pembiayaan internal dan tetap memiliki uang tunai. Studi lain menunjukkan bahwa manajer yang terlalu percaya diri sering dikaitkan dengan rasio dividen-pembayaran yang rendah (Deshmukh, Goel, & Howe, 2013). Demikian pula, Ben-David, Graham, & Harvey (2007) menemukan bahwa CFO yang terlalu percaya diri cenderung membayar dividen dengan rendah, mendukung pandangan bahwa manajer yang terlalu percaya diri lebih memilih pembiayaan internal dengan mengurangi dividen.

H1 : *Managerial overconfident* memiliki pengaruh positif terhadap pembiayaan internal.

2.6.2 Pembiayaan Internal Terhadap Efisiensi Investasi

Evaluasi sebuah proyek investasi biasanya ditentukan menggunakan *Net Present Value* (NPV) proyek. Jika perusahaan berinvestasi dalam proyek-proyek dengan NPV negatif, ini akan dipandang sebagai investasi berlebihan atau merugikan, akan tetapi jika meninggalkan atau mengabaikan proyek dengan NPV positif, ini akan dipandang sebagai investasi yang kurang. Baik *overinvestment* dan *underinvestment* diklasifikasikan sebagai investasi yang tidak efisien. Pada

kenyataannya, perusahaan terbuka sering berurusan dengan masalah perluasan skala investasi dan investasi non-efisiensi (*overinvestment* dan *underinvestment*).

Schumpeter (1942) menjelaskan bahwa perusahaan lebih suka menginvestasikan keuntungannya dalam kegiatan yang inovatif untuk mempertahankan pangsa pasarnya, pentingnya pembiayaan internal untuk investasi perusahaan dan pengambilan keputusan pembiayaan telah banyak dipelajari (Hall, 2002; Hubbard, 1998). Teori pecking order yang dikemukakan oleh Myers (1984) menunjukkan bahwa pembiayaan internal mengurangi asimetri informasi (kesalahan informasi), menghindari risiko-risiko yang merugikan dari pembiayaan eksternal, dan mengurangi konflik di antara para pemangku kepentingan perusahaan. Ketika pembiayaan internal perusahaan berlimpah, arus kas bebas menjadi berlebih, sehingga perusahaan dapat memanfaatkan kelebihan dana internal untuk investasi. Tetapi karena kelebihan arus kas bebas dapat menyebabkan investasi yang tidak terkontrol, sejalan dengan teori kelebihan investasi atas arus kas bebas yang dikemukakan oleh Jensen (1986). Ketika manajer, sebagai agen perusahaan, memiliki kelebihan uang tunai, mereka dapat mengejar kepentingan pribadi dan memperluas skala investasi menggunakan dana yang diterima. Ini memungkinkan para manajer meningkatkan pendapatan, status, dan kekuasaan mereka serta membangun "kerajaan bisnis" mereka sendiri. Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (2001). temukan beberapa bukti bahwa perusahaan-perusahaan dengan kelebihan uang tunai (diukur menggunakan neraca tunai) memiliki pengeluaran modal yang lebih tinggi, dan banyak membelanjakan untuk akuisisi, bahkan ketika perusahaan hanya memiliki peluang investasi yang buruk (diukur dengan Tobin's Q). Moez & Amina (2018) menemukan bahwa perusahaan dengan arus kas lancar yang berlebih membuat perusahaan menjadi terlalu berlebihan dalam berinvestasi. Penelitian tersebut sejalan dengan yang ditemukan oleh Richardson (2006) bahwa semakin besar arus kas lancar perusahaan semakin besar pula investasi yang akan dilakukan.

Renneboog et al. (2007) mengusulkan bahwa ada dua jenis kesalahan dalam perusahaan. Yang pertama, atau "kesalahan tipe I", adalah investasi berlebihan ketika arus kas mencukupi. Yang kedua, atau "kesalahan tipe II," kurangnya berinvestasi atas kekurangannya arus kas. Peningkatan dalam pembiayaan internal

meningkatkan terjadinya kesalahan tipe I tetapi mengurangi kesalahan tipe II. Pengurangan dalam pembiayaan internal menghasilkan kekurangan arus kas bebas, sehingga arus kas tidak dapat memenuhi kebutuhan investasi perusahaan. Bahkan jika ada peluang investasi atau proyek dengan NPV positif, perusahaan akan melakukan investasi yang tidak mencukupi.

H2a : Pembiayaan internal memiliki pengaruh positif terhadap efisiensi investasi.

H2b : Pembiayaan internal berperan positif terhadap *overinvestment*

H2c : Pembiayaan internal berperan negatif terhadap *underinvestment*

2.6.3 Managerial Overconfidence Terhadap Efisiensi Investasi

Keyakinan manajerial yang berlebihan tidak hanya mempengaruhi keputusan pendanaan tetapi juga efisiensi investasi (Malmendier dan Tate, 2005, 2008). Seorang manajer terkadang memiliki kepentingan tersendiri dalam proses pengambilan keputusan. Ketika manajer sangat percaya diri, terkadang mereka memiliki sikap optimis terhadap prospek perusahaan dan melihat kenaikan investasi sebagai kabar baik. Karena itu mereka meningkatkan tingkat investasi dengan berbagai macam cara untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan untuk mendapatkan keuntungan pribadi. Para manajer mungkin keliru berpikir bahwa proyek dengan NPV negatif memiliki NPV positif (bias). Selain itu, manajer muda, memiliki ambisi untuk cepat membangun reputasi mereka agar menarik investor dan peningkatan jenjang karir lebih cepat, dan juga mungkin pada manajer yang lebih tua untuk meningkatkan kinerja jangka pendek dengan membuat perusahaan memilih investasi yang tidak efisien (Baker & Wurgler, 2000).

Tan (2013) meneliti bahwa kepercayaan berlebihan oleh eksekutif secara signifikan berkorelasi positif dengan investasi yang ekspansif, sementara investasi tersebut berkorelasi negatif signifikan dengan kinerja perusahaan. Ini menunjukkan bahwa investasi ekspansif akan mengurangi kinerja perusahaan. Heaton (2002) menunjukkan bukti empiris bahwa kepercayaan yang berlebihan dari manajer menimbulkan tidak hanya untuk masalah investasi berlebihan, akan tetapi juga beberapa kendala likuiditas terkait dengan pemilihan pembiayaan eksternal yang mahal. Manajer terlalu percaya diri tidak dapat dianggap sebagai strategi investasi yang baik untuk perusahaan. Oleh karena itu hal tersebut menjadi sumber dari setiap peningkatan pengeluaran investasi berlebih (Xiao & Zhou, 2017).

H3 : *Managerial overconfidence* memiliki pengaruh positif terhadap efisiensi investasi.

2.6.4 Pembiayaan Internal Sebagai Mediasi

Manajer yang terlalu percaya diri percaya berpikir bahwa saham perusahaan mereka dinilai terlalu rendah oleh pasar, dan manajer cenderung melebih-lebihkan kemungkinan sukses atas proyek yang dikerjakan atau keuntungan. Sehingga para manajer atau pemegang kekuasaan perusahaan lebih mudah berinvestasi dengan menggunakan arus kas yang dihasilkan oleh pembiayaan internal di masa depan, dan mengurangi rendahnya investasi yang disebabkan oleh kekurangan arus kas . Singkatnya, pembiayaan internal memainkan peran transmisi antara kepercayaan manajerial yang berlebihan dan efisiensi investasi.

Moez & Amina (2018) meneliti dari 180 perusahaan di Amerika selama 18 tahun menghasilkan bukti bahwa manajer yang terlalu percaya diri cenderung melakukan investasi berlebihan dengan sumber pembiayaan dari arus kas bebas. Hal ini sama dengan yang telah di teliti oleh Zhu & Tan (2010) dan Lu & Liu (2016) bahwa manajer yang percaya diri akan memulai investasi berlebih dari arus kas bebas. He, Chen, dan Hu (2019) dalam penelitiannya menyatakan bahwa pembiayaan internal memiliki peran sebagai mediasi antara manajer yang teralu percaya diri dengan efisiensi investasi. Manajer yang terlalu percaya diri akan berfokus untuk menaikkan pembiayaan internal mereka sehingga meningkat jumlah investasi yang dilakukan.

H4 : Pembiayaan internal berperan sebagai mediasi antara *managerial overconfidence* dan efisiensi investasi

2.6.5 Tata Kelola Perusahaan Terhadap Efisiensi Investasi

Tata kelola perusahaan sebagai salah satu bentuk dari upaya dari perusahaan terutama para manajer untuk meningkatkan performa dari perusahaan dengan tujuan agar nilai dari perusahaan dapat meningkat dan bagus di mata masyarakat. Salah satu dampak yang dapat dibawa oleh tata kelola yang baik adalah efisiensi dari investasi yang dilakukan perusahaan. Semakin baik tata kelola yang dilakukan oleh para pemegang kepentingan mengarahkan perusahaan untuk melakukan investasi yang sesuai dengan target, tidak berlebihan ataupun kurang melakukan

investasi. Penelitian yang dilakukan oleh Kato dan Long (2006) menunjukkan hasil bahwa direktur independen memberikan hubungan yang kuat antara performa perusahaan dan pergantian CEO, dan juga menghalangi adanya kegiatan manajemen laba (Chen & Zhang, 2012). Penelitian lain oleh Qiu & Yao (2009) dan Yu & Zheng (2014), menunjukkan bahwa direktur independen tidak mampu meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Rapat dewan direksi berdampak positif terhadap kinerja perusahaan (Lin, Ma, & Su, 2009). Akan tetapi, sebaliknya (Chen, Firth, Gao, & Rui, 2006) menemukan bahwa semakin banyak jumlah rapat dewan yang dilaksanakan semakin tinggi pula kemungkinan perusahaan melakukan penipuan.

Penguatan dari tata kelola perusahaan yang baik membuat perusahaan melakukan lebih banyak pengeluaran untuk investasi. Ini terbukti dari penelitian yang dilakukan oleh Gill et al (2012) bahwa banyak perusahaan di India dengan tata kelola perusahaan yang baik lebih cenderung akan melakukan investasi dikarenakan investor menilai perusahaan tersebut baik (peningkatan pembiayaan dari ekuitas). Penelitian lebih lanjut oleh Shahid & Abbas (2019) menemukan hal yang sama dan mendukung penelitian oleh Gill et al (2012). Chen & Chen (2017) menyatakan bahwa mekanisme tata kelola, baik internal maupun eksternal, memainkan peran penting dalam alokasi modal perusahaan dan efisiensi investasi.

Teori Keagenan atau teori konflik kepentingan merupakan suatu hubungan yang berdasarkan pada kontrak yang terjadi antar anggota-anggota dalam perusahaan, yakni antara prinsipal (pemilik) dan agen sebagai pelaku utama (Jensen & Meckling, 1976). Pemilik merupakan pihak yang memberikan wewenang kepada agen untuk bertindak atas nama pemilik, sedangkan agen merupakan pihak yang diberi wewenang oleh pemilik untuk menjalankan perusahaan. Dalam penelitiannya, Jensen & Meckling (1976) juga menyatakan bahwa hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih prinsipal mempekerjakan agen untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agent tersebut. Dengan demikian, seorang agens wajib untuk mempertanggungjawabkan wewenang yang diberikan oleh prinsipal kepadanya.

H5 : Tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi.

2.7 *Research* Gap

Penelitian ini mengadopsi model penelitian oleh He, Chen dan Hu (2019) dengan menggunakan variabel dependen efisiensi investasi dan variabel independen *managerial overconfidence* dan pembiayaan internal. Mendapatkan penambahan variabel independen berupa tata kelola perusahaan dari penelitian oleh Chen, Sung dan Yang (2017). Perbedaan dengan acuan utama oleh He Chen Hu terletak pada pengukuran variabel *managerial overconfidence*. Pada penelitian ini variabel tersebut menggunakan pengukuran karakteristik dari manajer yang sebelumnya menggunakan prediksi keuntungan yang akan datang. Penggunaan pengukuran ini dikarenakan data keuntungan mendatang tidak ada pada laporan keuangan dan tahunan perusahaan di Indonesia.

Pada sisi objek penelitian, penelitian ini berfokus pada perusahaan milik keluarga di mana perusahaan akan lebih memikirkan keuntungan yang didapat perusahaan dari pada kepentingan pribadi. Juga perusahaan atau bisnis keluarga di Indonesia berperan cukup besar dalam peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia Perusahaan milik pemerintah diabaikan karena dimungkinkan bahwa adanya intervensi kepentingan kekuasaan dan politik yang menyebabkan ketidaksesuaian hasil penelitian. Perusahaan keluarga yang dipilih adalah perusahaan keluarga sektor non keuangan pada kurun waktu tahun 2009-2018.

2.8 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

Penulis	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
He, Chen, & Hu (2019)	*Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence from China*	Investasi, *overinvestment, underinvestment, managerial overconfident*	*Regression Analysis*	Pembiayaan internal menjadi sumber pendanaan perusahaan dan menghindari kekurangan modal perusahaan akan tetapi dapat menyebabkan kelebihan investasi, terutama dengan manajer yang terlalu percaya diri.
Chen, Sung, & Jingjing, (2017)	*Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms*	Efisiensi investasi, struktur kepemilikan, tata kelola internal, tata kelola eksternal	*Multivariate regression model*	Tata kelola internal perusahaan memiliki pengaruh terhadap tingkat efisiensi investasi terutama variabel *meeting* dalam tata kelola internal perusahaan.
Moez & Amina (2018)	*Overinvestment of Free Cash Flow and Manager's Overconfidence*	Pengeluaran investasi, *free cash flow*	*Regression Analysis*	Manajer yang terlalu percaya diri cenderung berlebihan dalam berinvestasi menggunakan arus kas bebas
Xiao & Zhou, (2017)	*The Impact of Managerial Overconfidence on Corpotate Investments*	Total investasi dan *overinvestment*	*Regression Analysis*	Semakin besar jumlah pengeluaran untuk investasi maka semakin percaya diri manajer perusahaannya.
Richardson, (2006)	*Over-investment of Free Cash Flow*	Total investasi, arus kas bebas, struktur tata kelola	*Pooled Regression*	Sejalan dengan teori *agency cost*, bahwa *overinvestment* marak terjadi pada perusahaan dengan arus kas bebas yang berlebih.

BAB III
METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini akan menjelaskan mengenai konsep dan model penelitian, variabel penelitian, pengukuran variabel, hipotesis, sampel, populasi, teknik pengukuran sampel, jenis data dan teknik analisis data.

3.1 Waktu Penelitian

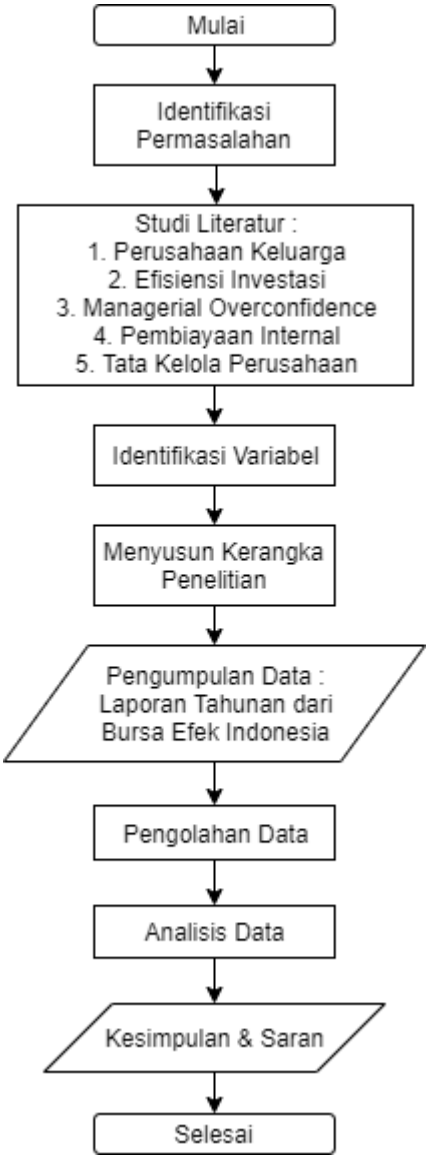
Penelitian ini dilaksanakan sejak bulan September 2019 sampai dengan bulan Januari 2020.

Tabel 3.1 Waktu Penelitian

Keterangan	September				Oktober				November				Desember				Januari	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Pencarian Topik																		
Pendaftaran Skripsi																		
Bimbingan dengan dosen pembimbing																		
Presentasi Seminar Proposal																		
Revisi Seminar Proposal																		
Pengumpulan dan Pengolahan Data																		
Penyelesaian Akhir Penelitian																		

3.2 AlurPenelitian

Pada penelitian ini, terdapat alur penelitian yang merupakan ringkasan dari penelitian yang akan dilakukan, yaitu :



Gambar 3.1 Alur Penelitian

3.3 Data

Data merupakan sumber informasi yang dibutuhkan agar penelitian ini dapat dijalankan.

3.1.1 Sumber Data

Pada penelitian ini digunakan sumber data sekunder. Data ini berupa laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan yang berasal dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *website* perusahaan. Informasi terkait *managerial overconfident*, Pembiayaan Internal dan investasi perusahaan dari laporan keuangan

tahunan perusahaan. Dan *tata kelola perusahaan* diambil dari laporan tahunan perusahaan.

3.1.2 Teknik Pengumpulan Sampel

Populasi dan sampel yang dipilih pada penelitian ini adalah perusahaan keluarga di Indonesia yang tercacat dalam pasar modal Indonesia (Bursa Efek Indonesia) pada periode 2009-2018. Alasan pemilihan periode sampel tahun 2009-2018 didasarkan pada beberapa hal, yaitu :

1. Pada tahun 2008 telah terjadi krisis keuangan yang melanda ekonomi beberapa negara di dunia termasuk Indonesia. Tahun 2009 sebagai awal langkah perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk pulih dari krisis tahun 2008. Hal ini menjadi alasan bahwa pada sejak tahun tersebut pertumbuhan perusahaan mulai meningkat lagi.
2. Sejak tahun 2009 perusahaan pembiayaan atau perbankan mulai membatasi jumlah pinjaman yang diberikan ke pada perusahaan lain. Oleh karenanya banyak perusahaan yang hanya mengandalkan pendanaan dari sumber internal saja.

Sampel dipilih dengan menggunakan *purposive sampling* atas dasar pertimbangan tertentu berdasarkan kriteria yang dibutuhkan, tidak secara acak dan melihat ketersediaan data (Sugiyono, 2014). Adapun kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah :

1. Perusahaan yang merupakan perusahaan keluarga di Indonesia.
2. Perusahaan tidak termasuk dalam sektor keuangan.
3. Perusahaan telah tercatat sebagai perusahaan terbuka dan telah melantai di pasar modal Indonesia (Bursa Efek Indonesia) sejak tahun 2009.
4. Perusahaan memiliki laporan tahunan dan laporan keuangan secara lengkap dalam periode 2009-2018.

Sesuai dengan kriteria di atas, dari 591 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018, maka didapatkan total perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai perusahaan keluarga dan telah menjadi perusahaan terbuka serta memiliki laporan keuangan dan laporan tahunan yang lengkap sebanyak 220 perusahaan. Akan tetapi hanya terdapat 153 perusahaan yang memenuhi kriteria sesuai dengan rincian berikut :

Tabel 3.2 Populasi dan Sampel Perusahaan

Uraian	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar pada BEI tahun 2018	591 perusahaan
(Perusahaan non-keluarga)	321 perusahaan
Perusahaan Keluarga	220 perusahaan
Perusahaan yang IPO setelah 2009	65 perusahaan
Perusahaan Keluarga sektor keuangan	2 perusahaan
Perusahaan Keluarga yang menjadi sampel	153 perusahaan

Sumber : Bursa Efek Indonesia, diolah oleh peneliti

Tabel 3.3 Jumlah Sampel Pengamatan

Tahun	Jumlah Perusahaan	Tahun	Jumlah Perusahaan
2009	141	2014	149
2010	148	2015	151
2011	149	2016	149
2012	150	2017	148
2013	151	2018	146
Jumlah Total			1482

3.2 Model Empiris

Merupakan pengetahuan yang didasarkan atas penelitian menggunakan akal sehat dan tidak bersifat spekulatif.

3.2.1 Definisi Operasional

Mendefinisikan konsep operasional adalah menjelaskan karakteristik dari objek penelitian ke dalam elemen-elemen yang jelas dan dapat diobservasi sehingga konsep dapat diukur dan dioperasionalkan dalam riset (penelitian) (Hartono, 2016). Terlebih dahulu perlu sebutkan variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu:

a. Variabel terikat (*dependent variable*) dalam penelitian ini adalah Efisiensi Investasi yang dilihat berdasarkan *overinvestment* dan *underinvestment*.
b. Variabel bebas (*independent variable*) dalam penelitian ini adalah managerial overconfidence, dan tata kelola perusahaan.
c. Variabel intermediasi (*intermediate variable*) dalam penelitian ini adalah pembiayaan internal.
d. Variabel kontrol (*control variable*) dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan, kesempatan investasi, *leverage* keuangan, hasil operasional, profitabilitas, dan *cash holdings*.

Hasil dari pengoperasional konsep yang akan disajakan dalam penelitian ini, tercantum elemen-elemen yang dapat diukur dapat terlihat pada tabel 3.2.

Tabel 3.4 Definisi Operasional

Konsep	Elemen Pengukuran	Skala	Sumber
Efisiensi Investasi	$INV = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 CASH_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-t} + \beta_4 RET_{i,t-1} + \beta_5 AGE_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$ INV = (Aset Tetap + konstruksi dalam proses + Aset Tidak Berwujud + Investasi Jangka Panjang) / Total Aset $Q_{i,t-1}$: Tobin's Q $CASH_{i,t-1}$: (Kas +Investasi jangka pendek)/Total aset $LEV_{i,t}$: Total rasio utang $RET_{i,t-1}$: Earning per Share (EPS) $AGE_{i,t-1}$: Umur perusahaan sejak terdaftar $SIZE_{i,t-1}$: Algoritma natural dari total aset IE : nilai residual absolut dari fungsi INV	Rasio	Richardson (2006)
Overinvestment	Nilai residual positif antara total investasi dengan investasi yang diharapkan, kecuali 25% terbawah	Nominal	
Underinvestment	Nilai residual negatif antara total investasi dengan investasi yang diharapkan, kecuali 25% terbawah	Nominal	
Managerial Overconfidence	Tingkat Pendidikan Direktur Utama 1=tidak lulus SMA; 2=lulus SMA; 3=bersekolah S1; 4=lulus S1; 5=bersekolah S2; 6=lulus S2; 7=lulus S3	Ordinal	Ting, Lean, Kweh, & Azizan, (2016)
	Pengalaman Direktur Utama Menggunakan variabel *dummy*, dimana bernilai 1 jika direktur utama pernah menjabat sebagai dewan direksi pada perusahaan sebelumnya dan bernilai 2 jika lainnya.	Nominal	
	Jenis Kelamin Direktur Utama Variabel *dummy*, dimana bernilai 1 jika direktur utama berjenis kelamin laki-laki dan bernilai 2 jika direktur utama berjenis kelamin perempuan.	Nominal	
	Kinerja Direktur Utama Menggunakan pengukuran rasio, yaitu: $\frac{(operating\ cashflow)}{(total\ assets)}$	Rasio	
Pembiayaan Internal	Laba Ditahan / Total Aset	Rasio	He et al (2019)
Tata Kelola Perusahaan *(Boardroom Characteristics*)	Jumlah Direktur Jumlah rapat direksi dalam satu tahun Jumlah direktur independen	Interval Interval Interval	Chen et al. (2006)
Ukuran Perusahaan	Natural Log. Total Aset	Interval	He et al (2019)
Kesempatan Investasi	Tobin's Q	Nominal	
Leverage Keuangan	Total rasio utang	Rasio	

Konsep	Elemen Pengukuran	Skala	Sumber
Hasil Operasional	Net profit dibanding total aset	Rasio	
Profitabilitas	*Earning per share*	Rasio	
Cash Holdings	Arus kas dari aktivitas operasi yang diukur dengan total aset	Rasio	

Efisiensi investasi sebagai variabel dependen dibagi menjadi dua pengertian lain yaitu *underinvestment* dan *overinvestment*. Richardson (2006), menjelaskan bahwa nilai prediksi dari model INV adalah proksi untuk investasi yang diharapkan pada tahun t. Hasil residu positif mewakili *overinvestment*, dan residu negatif mewakili *underinvestment*. Mengikuti penelitian oleh He, et al (2019) penelitian ini menggunakan nilai absolut residu negatif sebagai tingkat *underinvestment*, karena semakin besar nilai absolut ini, semakin parah kurangnya investasi. Oleh karena itu diberikan peringkat pada kedua kelompok dari tinggi ke rendah dan memilih 75% teratas dari masing-masing kelompok, sampel *overinvestment* diwakili oleh overIE, dan sampel *underinvestment* diwakili oleh underIE. Bagian yang tersisa didefinisikan sebagai sampel investasi normal. Berdasarkan nilai absolut residual IE, nilai tersebut menjadikan bahwa hasil nilai variabel positif (negatif) akan berdampak pada IE yang berlawanan atau menjadi negatif (positif). Semakin rendah nilai IE maka dikatakan bahwa efisiensi investasi perusahaan akan semakin besar (baik) (Chen, Sung, & Jingjing, 2017).

Pada beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, mengadopsi beberapa pengukuran variabel *managerial overconfidence* : (1) Kepemilikan saham CEO (Malmendier dan Tate, 2005); (2) Frekuensi merger dan akuisisi (Doukas & Petmezas, 2007); (3) Komentar media massa tentang manajer (Brown & Sarma, 2007); (4) Perkiraan pendapatan perusahaan (Hribar dan Yang, 2011; Wang et al., 2008); (5) Kompensasi eksekutif (Jiang, et al, 2009); dan (6) karakteristik manajer (usia, jenis kelamin, pendidikan, pengalaman kerja, dll) (Ting, et al, 2015). Berdasarkan ketersediaan data di Indonesia penelitian menggunakan pengukuran yang telah digunakan oleh Ting et al (2015) berupa manajer karakteristik sesuai dengan teori upper echelon. Terdapat empat pengukuran yang digunakan yaitu tingkat pendidikan, pengalaman CEO, jenis kelamin CEO dan kinerja CEO, dimana disetiap pengukuran mewakili tingkat kepercayaan diri manajer secara terpisah (penjelasan lengkap berada di tabel 3.3). Jadi satu hasil dari pengukuran tersebut

tidak berdampak pada keseluruhan hasil penelitian pada variabel *managerial overconfidence* (Wei, Min , & Jiaxing, 2011).

Pengukuran variabel pembiayaan internal menggunakan rasio laba ditahan dibanding dengan total aset didasarkan pada penelitian sebelumnya oleh He, et al (2019). Dan untuk variabel tata kelola perusahaan mengambil pengukuran berdasarkan penelitian Chen, et al (2017) mengenai struktur kepemilikan, tata kelola perusahaan dan efisiensi investasi perusahaan terbuka di China. Pada penelitian tersebut variabel tata kelola perusahaan diukur menggunakan *internal governence*. Terdapat tiga pengukuran yang diadaptasi yaitu jumlah direktur, jumlah rapat dewan dalam satu tahun dan proporsi direktur independen dalam satu tahun kepengurusan. Pengukuran ini juga terpisah tidak dalam satu kesatuan sehingga tidak memiliki efek terhadap satu sama lainnya. Jadi satu hasil dari pengukuran tersebut tidak berdampak pada keseluruhan hasil penelitian pada variabel tata kelola perusahaan.

3.2.2 Model Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui bagaimana efisiensi investasi dipengaruhi oleh beberapa variabel yang telah dipilih. Terdapat tiga variabel yang digunakan yaitu *managerial overconfidence*, pembiayaan internal dan tata kelola perusahaan. Keseluruhan data berupa data sekunder yang didapatkan dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan. Alat ukur yang digunakan dalam penelitian ini telah tercantum dalam tabel 3.2.

Model penelitian ini mengacu pada penelitian sebelumnya oleh He, Chen, & Hu (2019) yang berfokus pada manajer terlalu percaya diri dan pembiayaan internal terhadap efisiensi investasi. Sedangkan variabel *tata kelola perusahaan* diambil dari penelitian yang dilakukan oleh Chen, Sung, & Jingjing (2017). Model dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar 3.1.

Berdasarkan kerangka penelitian yang ditelah dibangun, maka dapat disimpulkan 7 hipotesis, yaitu :

H1 : *Managerial overconfidence* memiliki pengaruh positif terhadap pembiayaan internal.

H2a : Pembiayaan internal memiliki pengaruh positif terhadap efisiensi investasi.

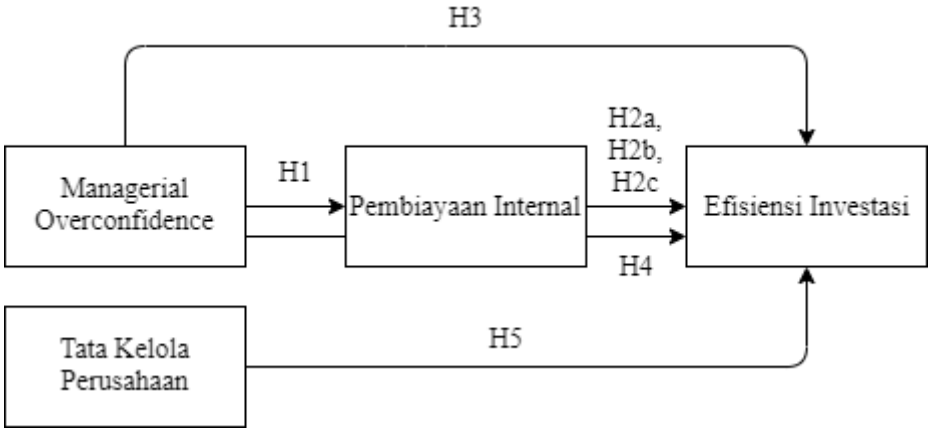
H2b : Pembiayaan internal berperan positif terhadap *overinvestment*

H2c : Pembiayaan internal berperan negatif terhadap *underinvestment*

H3 :*Managerial overconfidence* memiliki pengaruh positif terhadap efisiensi investasi.

H4: Pembiayaan internal berperan sebagai mediasi antara *managerial overconfidence* dan efisiensi investasi

H5 : Tata kelola perusahaan berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi



Gambar 3 2 Model Penelitian

3.3 Metode Analisis Data

3.3.1 Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif ini dilakukan untuk mengidentifikasi gambaran kondisi variabel-variabel yang akan diuji pada setiap hipotesis, beserta profil dan distribusi variabel-variabel tersebut. Variabel dependen yang dimaksud adalah Investasi (Y), sedangkan variabel independen yang digunakan adalah *managerial overconfident* (X1), tata kelola perusahaan (X2), dan variabel intermediasi adalah pembiayaan internal (Z1). Statistik deskriptif memberikan deskripsi atau gambaran suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum, yang dapat dijelaskan sebagai berikut (Ghozali, 2009):

a. *Mean*, mengetahui karakteristik dari kelompok data dengan cara membagi keseluruhan data terhadap jumlah total data. Mean memberikan infromasi nilai rata-rata dari sebaran data pada variabel penelitian.

b. Standar deviasi, nilai yang menunjukkan keanekaragaman data yang sedang diteliti dalam suatu penelitian. Semakin besar nilai standar deviasi menunjukkan semakin besar pula tingkat variasi data.

c. *Minimum*, merupakan nilai terendah pada sampel yang diteliti

d. *Maximum*, merupakan nilai tertinggi pada sampel yang diteliti

3.3.2 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk menguji model regresi benar- benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif. Data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang mendasari model regresi. Menurut Basuki dan Prawoto (2016) terdapat beberapa uji yang dapat dilakukan untuk mendasari model regresi yang akan dilakukan. Berikut beberapa uji asumsi klasik yang harus dilakukan :

1. Uji Multikolinieritas perlu dilakukan untuk mengetahui korelasi antar variabel bebas atau variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terdapat adanya korelasi atau hubungan antara variabel independen. Umumnya nilai *cuttof* yang digunakan untuk mengungkap terjadinya multikolinieritas adalah nilai *Tolerance* <0.10 dan nilai VIF >10. Jika tidak terjadi multikolinieritas adalah nilai VIF <10 dan *Tolerance* >0.10 (Ghozali, 2016). Indikasi lain adanya multikolinearitas dapat menggunakan nilai koefisien korelasi ($R2$) jika bernilai lebih dari 0,8 maka menunjukkan bahwa terjadi multikolinearitas dalam model penelitian (Gujarati, 2003)
2. Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2009). Apabila residual varians bersifat konstan maka disebut dengan homoskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang bersifat homoskedastisitas. Metode yang digunakan untuk uji heteroskedastisitas adalah Uji White, Glejser, Breusch-Pagan-Godfrey, Harvey, dan ARCH. Model memenuhi persyaratan apabila nilai probabilitas chi-square melebihi nilai alpha 0,05 (Basuki & Prawoto, 2016). Standar eror hasil regresi yang ditransformasi adalah tidak bias dan dengan demikian prosedur pengujian (t tes dan F tes) menjadi valid (Ariefianto, 2012).

3.3.3 Pengujian Model

Basuki dan Prawoto (2016) menjelaskan bahwa dalam memilih model yang paling tepat untuk mengelola data panel, terdapat beberapa pengujian yang dapat dilakukan, yaitu:

1. Uji Chow, untuk menentukan apakah model *Fixed Effect* atau *Common Effec*t yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Apabila nilai probabilitas *Cross Statistic*-F lebih kecil dari tingkat signifikansi α = 0,05 maka H0 ditolak, sebaliknya jika nilai probalitas signifikansi lebih besar dari tingkat signifikansi maka H0 diterima. Hipotesis yang dibentuk dalam Uji Chow adalah:

H_o : *Common Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

2. Uji Hausman, untuk memilih apakah model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang paling tepat digunakan. Apabila nilai probabilitas *random cross section* lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi α = 0,05 maka H0 ditolak. Sebaliknya, jika nilai probabilitas cross section randomlebih besar dibandingkan dengan tingkat signifikansi maka H_0 diterima. Hipotesis yang dibentuk dalam uji Hausman adalah:

H_o : Random Effect Model

H_1 : Fixed Effect Model

3. Uji Lagrange Multiplier, untuk mengetahui apakah model *Random Effect* lebih baik dari pada metode Commont Effect. Apabila nilai LM hitung lebih rendah dari nilai kritis *Chi-Squares*, artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model Random Effect. Hipotesis yang dibentuk dalam uji LM adalah:

Ho : Common Effect Model

H_1 : Random Effect Model

3.3.4 Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi bertujuan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih serta menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Hasil analisis regresi berupa koefisien regresi untuk masing-masing variabel independen. Koefisien ini diperoleh dengan cara memprediksi nilai variabel dependen dengan suatu persamaaan. Persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Intern = \beta_0 + \beta_1 EDU_{i,t} + \beta_2 EXP_{i,t} + \beta_3 GEN_{i,t} + \beta_4 PERF_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 Q_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 ROA_{,t} + \beta_9 EPS_{i,t} + \beta_{10} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$IE\ (over\ IE/under\ IE) = \beta_0 + \beta_1 Intern_{,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 Q_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$IE\ (over\ IE/under\ IE) = \beta_0 + \beta_1 EDU_{i,t} + \beta_2 EXP_{i,t} + \beta_3 GEN_{i,t} + \beta_4 PERF_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 Q_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 ROA_{,t} + \beta_9 EPS_{i,t} + \beta_{10} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$IE\ (over\ IE/under\ IE) = \beta_0 + \beta_1 EDU_{i,t} + \beta_2 EXP_{i,t} + \beta_3 GEN_{i,t} + \beta_4 PERF_{i,t} + \beta_5 Intern_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 Q_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t-1} + \beta_9 ROA_{,t} + \beta_{10} EPS_{i,t} + \beta_{11} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$IE = \beta_0 + \beta_1 EDU_{i,t} + \beta_2 EXP_{i,t} + \beta_3 GEN_{i,t} + \beta_4 PERF_{i,t} + \beta_5 Intern_{i,t} + \beta_6 BOARD_{i,t} + \beta_7 MEETING_{i,t} + \beta_8 IND_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} Q_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \beta_{12} ROA_{,t} + \beta_{13} EPS_{i,t} + \beta_{14} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Keterangan :

Tabel 3.5 Keterangan kode model empiris

β_0	Koefisiensi variabel	*IND*	Jumlah direktur independen
EDU	Tingkat Edukasi Direktur Utama	*SIZE*	Ukuran perusahaan
EXP	Pengalaman Direktur Utama	*Q*	Kesempatan Investasi
GEN	Jenis kelamin Direktur Utama	*LEV*	Leverage keuangan
PERF	Kinerja Direktur Utama	*ROA*	Hasil Operasional Perusahaan
Intern	Pembiayaan internal	*EPS*	Profitabilitas
BOARD	Jumlah direktur	*CF*	*Cash holdings*
MEETING	Jumlah rapat dewan dalam satu tahun	ε	Eror atau residual

Penelitian ini menggunakan lima model regresi yang berbeda untuk keperluan pengujian setiap hipotesis yang diteliti. Pada model 1 guna mencari hipotesis pertama terkait hubungan *managerial overconfidence* dengan pembiayaan internal. Model 2 berfokus untuk membuktikan hipotesis 2a, 2b dan 2,c mengenai hubungan antara efisiensi investasi dengan pembiayaan internal tanpa adanya faktor *managerial overconfidence*. Selanjutnya pada hipotesis 4 mencari tahu apakah manajer yang terlalu percaya diri akan memperlebar skala investasinya dengan menambah jumlah pembiayaan internal (model 3). Sedangkan model 4 mencari tahu hubungan *managerial overconfidence* secara langsung mempengaruhi

efisiensi investasi (hipotesis 3). Dan yang terakhir pada model 5 mencari tahu pengaruh keseluruhan variabel secara parsial terhadap efisiensi investasi.

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel pada perusahaan keluarga non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2018. Regresi data panel dilakukan karena dalam penelitian ini menggunakan data panel (*pooled data*) yaitu gabungan dari data runtut waktu (*timeseries*) dan data silang (*crosssection*). Dalam penelitian ini, jumlah unit waktu sama untuk setiap individu atau perusahaan yang menjadi sampel penelitian, sehingga disebut balanced panel, dengan total pengamatan sebanyak 1480 pengamatan.

Basuki dan Prawoto (2016) metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan, yaitu:

1. Common Effect Model, pendekatan model data panel yang paling sederhana karena hanya mengombinasikan data time series dan data cross section. Model ini tidak memperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Metode ini bisa menggunakan pendekatan Ordinary Least Square (OLS) untuk mengestimasi model data panel.
2. Fixed Effect Model, mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intercept. Estimasi data panel model Fixed Effect menggunakan teknik variabel dummy untuk menangkap perbedaan intercept antar perusahaan, dengan slope yang sama antar perusahaan. Model estimasi ini sering juga disebut dengan teknik Least Squares Dummy Variable (LDSV).
3. Random Effect Model, mengestimasi data panel dimana ada kemungkinan variabel gangguan saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model random effect perbedaan intercept diakomodasi oleh error terms masing-masing perusahaan. Keuntungan menggunakan model ini adalah menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini juga disebut dengan Error Component Model (ECM) atau teknik Generalized Least Square (GLS).

3.3.5 Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini berkaitan dengan ada tidaknya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Langkah-langkah pengujiannya sebagai berikut:

1. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Tujuan menghitung koefisien determinasi adalah untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai R^2 mempunyai interval antara 0 sampai 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$). Semakin besar nilai R^2 (mendekati 1), semakin baik hasil untuk model regresi tersebut. Dan semakin mendekati 0, maka variabel independen secara keseluruhan tidak dapat menjelaskan variabel dependen (Sulaiman, 2004).

2. Uji t (Uji Parsial)

Uji t (T-*test*) atau uji Parsial digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen (X) secara parsial terhadap variabel (Y). Dalam melakukan uji t terdapat beberapa prosedur yang harus dilakukan, yaitu (Sulaiman, 2004):

a. Merumuskan Hipotesis

   Ho : $\beta_i = 0$, yang berarti bahwa tidak terdapat pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat

   Hα : $\beta_i \neq 0$, yang berarti terdapat pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat.

b. Penetapan tingkat signifikansi (α)

   Menggunakan tingkat signifikansi α = 10% , atau dengan derajat kebebasan sebesar 90%.

c. Menentukan besar t-hitung

d. Menentukan daerah keputusan

   Menentukan wilayah Ho dan Hα serta membandingkan nilai t hitung apakah menerima Ho atau menerima Hα

e. Menetapkan Hipotesis

   Ho diterima bila t hitung ≤ t tabel

   Hα diterima bila t hitung > t tabel

BAB IV
ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada tahap ini akan dipaparkan hasil dari pengumpulan data yang telah dialukan oleh peneliti. Kemudian akan dijelaskan dan diolah data yang telah didapatkan sesuai dengan metode yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya.

4.1 Analisis Deskriptif

Setelah dilakukan pengumpulan data yang berupa data panel, yaitu gabungan antara data runtut waktu dan data silang. Runtut waktu yang digunakan yaitu 10 tahun dari 2009 hingga 2018. Sedangkan untuk data silang yang digunakan adalah 153 perusahaan. Hasil yang didapatkan berupa data tidak seimbang (*unbalanced*) dikarenakan terdapat beberapa data perusahaan yang bernilai kosong serta data tidak ditemukan. Sehingga total sampel yang digunakan dalam tahap analisis ini adalah 1482 sampel (data).

Berikut merupakan deskripsi data yang digunakan dalam penelitian ini. Data diolah menggunakan *StataMP 13*.

Tabel 4 1 Deskriptif Statistik Data Nominal Ordinal Seluruh Sampel

Tingkat Pendidikan	Frekuensi	Pengalaman Direktur Utama	Frekuensi	Jenis Kelamin Direktur Utama	Frekuensi
Tidak Lulus SMA	10	Pernah menjabat sebagai dewan direksi	986	Laki-laki	1385
Lulus SMA	75				
Bersekolah S1	0				
Lulus S1	917	Pernah menjabat selain sebagai dewan direksi	496	Wanita	97
Bersekolah S2	0				
Lulus S2	475				
Lulus S3	5				

Sumber : data yang diolah oleh peneliti, 2019

Tabel 4 2 Deskriptif Statistik Data Nominal Ordinal Sampel Overinvestment

Tingkat Pendidikan	Frekuensi	Pengalaman Direktur Utama	Frekuensi	Jenis Kelamin Direktur Utama	Frekuensi
Tidak Lulus SMA	0	Pernah menjabat sebagai dewan direksi	333	Laki-laki	461
Lulus SMA	19				
Bersekolah S1	0				
Lulus S1	304		153	Wanita	25

Tingkat Pendidikan	Frekuensi	Pengalaman Direktur Utama	Frekuensi	Jenis Kelamin Direktur Utama	Frekuensi
Bersekolah S2	0	Pernah menjabat selain sebagai dewan direksi			
Lulus S2	161				
Lulus S3	2				

Sumber : data yang diolah oleh peneliti, 2019

Tabel 4 3 Deskriptif Statistik Data Nominal Ordinal Sampel Underinvestment

Tingkat Pendidikan	Frekuensi	Pengalaman Direktur Utama	Frekuensi	Jenis Kelamin Direktur Utama	Frekuensi
Tidak Lulus SMA	4	Pernah menjabat sebagai dewan direksi	417	Laki-laki	583
Lulus SMA	29				
Bersekolah S1	0				
Lulus S1	383	Pernah menjabat selain sebagai dewan direksi	209	Wanita	43
Bersekolah S2	0				
Lulus S2	209				
Lulus S3	1				

Sumber : data yang diolah oleh peneliti, 2019

Tabel 4.4 Statistika Deskriptif Variabel Penelitian (Total)

Variabel	Mean	Maximum	Minimum	Std. Deviation
EDU	4.52969	7	1	1.138366
EXP	1.334683	2	1	0.4720388
GEN	1.065452	2	1	0.2474054
PERF	0.0623057	1.206604	-0.424028	0.1133204
INTERN	0.0344853	1.996394	-20.81552	0.8775213
BOARD	4.746289	15	1	2.000102
MEETING	16.72874	58	2	11.49462
IND	0.3792173	8	0	0.6649719
SIZE	28.24046	32.38703	22.41805	1.71205
Q	2.506891	82.44443	-46.4881	6.299747
LEV	0.5129034	4.203679	0.0038683	0.3584431
ROA	0.0442163	0.7162557	-1.988946	0.1302962
EPS	166.9278	4400	-7061	587.6006
CF	0.0752382	2.234922	-0.424028	0.1402689

Sumber : data yang diolah oleh peneliti, 2019

Tabel 4.5 Statistika Deskriptif Variabel Penelitian Investasi Tidak Efisien

Variabel	*Overinvestment(overIE)*		*Underinvestment*(*underIE*)	
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.
EDU	4.596708	1.079285	4.560703	1.131508
EXP	1.314815	0.4649206	1.333866	0.4719696
GEN	1.05144	0.2211218	1.06869	0.2531287
PERF	0.0605005	0.1189967	0.0603986	0.1183953
INTERN	-0.1155056	1.319070	0.0794132	0.5154709
BOARD	4.376543	1.962584	4.870607	1.866984
MEETING	17.51029	12.2373	17.49521	12.12023
IND	0.3415638	0.6012023	0.3290735	0.5487599

Variabel	*Overinvestment(overIE)*		*Underinvestment*(*underIE*)	
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.
SIZE	27.95346	1.531663	28.39181	1.833799
Q	2.981965	9.093283	2.04918	3.55724
LEV	0.5386988	0.4217159	0.5290748	0.3681739
ROA	0.0208897	0.1556913	0.0494035	0.122999
EPS	115.183	564.8141	170.4593	612.8181
CF	0.086344	0.1835875	0.0642153	0.1188341

Sumber : data yang diolah oleh peneliti, 2019

Berdasarkan kedua tabel yaitu tabel 4.1 dan 4.2, penjelasan untuk masing-masing variabel akan dijelaskan berikut ini :

1. Tingkat Pendidikan Direktur Utama

Pada data keseluruhan sampel rata-rata tingkatan edukasi pada perusahaan keluarga untuk tahun 2010 hingga 2018 adalah 4.52969 dengan standar deviasi 1.138366. Artinya, perusahaan keluarga terbuka di Indonesia direktur utamanya lulus S1. Nilai standar deviasi menunjukkan kemungkinan sebagian besar tidak jauh beda 1,13 poin dari nilai rata-rata yang berarti setidaknya para direktur utama telah bersekolah S1. Dapat dilihat pada Tabel 4.1 bahwa tingkat pendidikan paling banyak adalah lulus S1 sebanyak 917 dilanjut dengan lulus S2 sebanyak 475. Salah satu perusahaan dengan direktur yang telah mendapat gelar S3 adalah perusahaan PT Bayan Resource Tbk.

Data pada perusahaan yang *overinvestment* dan *underinvestment* juga menunjukkan hasil yang tidak jauh berbeda dengan hasil keseluruhan sampel. Berarti tingkat pendidikan direktur utama untuk perusahaan yang *overinvestment* atau *underinvestment* terbagi secara merata. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 4.2 dan Table 4.3 di mana tingkat pendidikan paling banyak adalah lulus S1 dilanjut dengan Lulus S2.

2. Pengalaman Direktur Utama

Data keseluruhan sampel menunjukkan nilai rata-rata pengalaman direktur utama adalah 1.334683 yang berarti bahwa kecenderungan untuk direktur utama pada perusahaan keluarga pernah menjabat sebagai dewan direksi pada perusahaan sebelumnya. Para direktur utama tersebut jelas memiliki pengalaman dari perusahaan sebelumnya yang dia pimpin. Nilai standar deviasi menunjukkan angka 0.4720388 yang berarti sebagian besar sampel kurang lebih berada pada 0,47 dari nilai rata-rata. Jumlah direktur utama yang pernah menjabat sebagai direksi sebelumnya paling banyak dibanding yang sebelumnya belum pernah menjabat

sebagai direksi. PT Ace Hardware Indonesia Tbk merupakan salah satu perusahaan yang direktur utama tidak menjabat sebagai dewan direksi pada perusahaan sebelumnya.

Hasil yang sama muncul pada perusahaan dengan kondisi *overinvestment* dan *underinvestment*, dimana pada kondisi dua jenis perusahaan tersebut menunjukkan hasil yang sama dengan data keseluruhan. Artinya bahwa persebaran pengalaman direktur utama tersebar secara merata pada dua kondisi tersebut.

3. Jenis Kelamin Direktur Utama

Rata-rata jenis kelamin direktur utama untuk perusahaan keluarga pada tahun 2009 hingga 2018 adalah 1,065452 yang berarti kebanyakan direktur utama memiliki jenis kelamin laki-laki dibanding perempuan dengan 1385 untuk jenis kelamin laki-laki dan 97. Hal ini dimungkinkan karena adanya stigma bahwa kemampuan kepemimpinan lebih besar dimiliki oleh laki-laki daripada perempuan. Jumlah direktur utama wanita paling banyak adalah pada perusahaan PT.Tigaraksa Satria Tbk dengan keseluruhan direktur utama dari tahun 2009 hingga 2018 adalah wanita.

Pada data perusahaan yang mengalami *overinvestment* direktur utama laki-laki berjumlah 461 (95%) dan wanita 25 (5%). Dan pada perusahaan yang mengalami *underinvestment* direktur utama laki-laki berjumlah 583 (93%) dan wanita 43 (7%). Hasil ini menunjukkan bahwa wanita cenderung lebih menahan untuk berinvestasi sehingga perusahaan mengalami kondisi *underinvestment*

4. Kinerja Direktur Utama

Pada data penelitian keseluruhan sampel rata-rata nilai kinerja direktur utama adalah 0.0623057 atau sekitar 6%. Artinya bahwa kinerja direktur utama secara rata-rata terhadap kondisi perusahaan cukup lemah. Hal ini bisa mengindikasikan tidak adanya hubungan antara masa jabatan direktur utama saat ini dengan kinerja perusahaan pada tahun sebelumnya. Dan nilai standar deviasi 0,1133204 yang berarti sebagian besar sampel berada 0,1 dari rata-ratanya. Temuan ini juga terjadi pada data jenis perusahaan *overinstment* dan *underinvestment*. Data tertinggi pada perusahaan PT Colorpark Indonesia di tahun 2012 dengan nilai 1.2066 dan terendah pada perusahaan PT. Kedaung Indah Can Tbk tahun 2015 dengan nilai -0,424.

5. Pembiayaan Internal

Rata-rata variabel pembiayaan internal adalah 0,0344853. Artinya, perusahaan menggunakan pembiayaan internal guna untuk mendanai bisnisnya cukup rendah hanya 3% saja dibanding keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan. Bisa dianggap ada kecondongan lain perusahaan untuk menggunakan sumber pembiayaan lain selain pembiayaan internal yang berasal dari laba ditahan. Akan tetapi standar deviasi menunjukkan angka 0,8775123 yang berarti sebagian besar sampel berada 0,877 dari rata-rata. Untuk nilai pembiayaan internal tertinggi dimiliki oleh perusahaan PT Samudera Indonesia Tbk dan terendah perusahaan PT Zebra Nusantara Tbk.

Pada data *overinvestment* menunjukkan nilai rata-rata -0,1155056 yang berarti pada perusahaan *overinvestment* jumlah saldo laba yang dimiliki oleh perusahaan menunjukkan angka negatif. Hal ini biasanya dikarenakan perusahaan pernah mendapat laba tahun berjalan yang bernilai negatif atau mengalami kerugian. Sedangkan pada perusahaan *underinvestment* rata-rata nilai pembiayaan internal hampir sama dengan sampel keseluruhan yaitu 0,0603986.

6. Jumlah Direktur

Pada rata-rata variabel jumlah direktur menunjukkan angka 4,746289 yang berarti bahwa rata-rata jumlah direktur pada sampel keseluruhan adalah 5 orang direktur pada satu perusahaan tiap tahunnya. Standar deviasi jumlah direktur menunjukkan angka 2.000102 yang berarti pada sebagian besar sampel jumlah direktur berada pada 2 dari rata-rata. Perusahaan dengan dewan direktur terbanyak adalah PT Mandom Indonesia Tbk yaitu 14 dewan direktur.

Pada data *overinvestment* dan *underinvestment* menunjukkan angka yang tidak jauh berbeda yang masih menyentuh angka rata-rata 4,378543 dan 4,870607. Dan standar deviasi yang berada pada 2 sehingga jumlah direktur pada *overinvestment* sekitar 2 hingga 6 orang dan *underinvestment* 5 hingga 7 orang dewan tiap perusahaan tiap tahunnya.

7. Jumlah Rapat Dewan dalam Satu Tahun

Rata-rata jumlah rapat dewan dalam satu tahun untuk keseluruhan sampel adalah 16,72874 yang berarti bahwa keseluruhan sampel perusahaan setidaknya melakukan 16 kali rapat tiap tahunnya. Nilai standar deviasi berada pada angka 11,49462 yang dimungkinkan bahwa sebagian besar sampel berada pada 11 dari

nilai rata-ratanya. Untuk data perusahaan overinvestment dan underinvestment memiliki nilai rata-rata 17 yang berarti pada perusahaan yang terjadi *over*/*underinvestment* setidaknya melakukan 17 kali rapat tiap tahunnya. Perusahaan dengan jumlah rapat terbanyak adalah PT AKR Corporindo Tbk yaitu 58 kali dalam satu tahun pada tahun 2017 dan paling rendah PT Indoritel Makmur Internasional Tbk yaitu hanya 2 kali setahun pada tahun 2009 hingga 2012.

8. Jumlah Direktur Independen

Pada data keseluruhan sampel rata-rata jumlah direktur independen adalah 0,3792173 yang berarti bahwa kemungkinan banyak perusahaan yang tidak memiliki direktur independen sehingga nilainya berada di bawah 1. Dengan standar deviasi 0,6649719 sehingga sebagian besar data berada 0,66 dari nilai rata-rata. Perusahaan dengan jumlah direktur independen terbanyak adalah PT AKR Corporindo Tbk yaitu 8 direktur independen. Hasil ini pula sama dengan rata-rata jumlah direktur independen pada perusahaan yang mengalami *overinvestment* dan *underinvestment*.

9. Ukuran Perusahaan

Rata-rata ukuran perusahaan yang dihitung menggunakan *natural log* pada keseluruhan sampel adalah 28,24046 dengan standar deviasi 1,71205 yang berarti sebagian besar sampel terletak 1,7 dari nilai rata-rata. Perusahaan dengan nilai *natural log* terbesar adalah 32,38703 yaitu perusahaan PT United Tractors Tbk pada tahun 2018 dan terendah adalah perusahaan PT Zebra Indonesia Tbk pada tahun 2017 yaitu 22,41805. Rata-rata ukuran perusahaan menggunakan natural log pada perusahaan *overinvestment* dan *underinvestment* tidak jauh berbeda dengan keseluruhan sampelnya yaitu 27,95346 dan 28,39181.

10. Kesempatan Investasi

Rata-rata nilai kesempatan investasi merupakan hasil dari perhitungan Tobin Q. Pada keseluruhan sampel rata-rata kesempatan investasi 2,506891 dengan standar deviasi 6,299747 yang berarti bahwa sebagian besar sampel berada 6,299 dari rata-rata. Data dengan perusahaan *overinvestment* memiliki nilai tobin’s q lebih tinggi dari rata-rata yaitu 2,981965. Sedangkan perusahaan *underinvestment* memiliki nilai tobin’s q yang lebih rendah yaitu 2,04918. Perusahaan dengan nilai

paling besar adalah PT Unilever Indonesia Tbk sebesar 82,44 pada tahun 2017 dan terendah adalah PT Hanson Internasional Tbk sebesar -46,488 pada tahun 2011.

11. *Leverage* Keuangan

Pada keseluruhan sampel rata-rata *leverage* keuangan adalah 0,5129034 yang berarti perusahaan memiliki total utang lebih rendah dari total aset. Kemampuan perusahaan untuk membayar hutang dinilai sangat besar dengan adanya aset yang melebihi nilai total aset. Standar deviasi menunjukkan angka 0,3584431 yang berarti sebagian besar sampel berada 0,35 dari nilai rata-rata. Dimungkinkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki nilai aset yang lebih besar dari pada utangnya. Hasil yang hampir sama juga terjadi pada perusahaan *overinvestment* dan *underinvestment* dengan nilai rata-rata berada pada kisaran 0,5.

12. Hasil Operasional Perusahaan

Hasil operasional perusahaan diukur menggunakan ROA yaitu keuntungan tahun berjalan di bagi oleh total aset. Data pada sampel secara keseluruhan menunjukkan angka 0,0442163 yang berarti secara rata-rata perusahaan hanya memiliki pengembalian atas aset sebesar 0,04 atau 4%. Dengan standar deviasi sebesar 0,1302962 maka sebagian besar sampel berada 0,13 dari nilai rata-rata. Perusahaan dengan ROA terbesar adalah PT Dharma Samudera Fishing Industri Tbk pada tahun 2009 sebesar 0,716256, sedangkan yang terendah adalah PT Samindo Resource Tbk sebesar -1,988965.

Hasil pada data perusahaan *overinvestment* menunjukkan angka yang lebih rendah dari rata-rata keseluruhan yaitu 0,0208897. Dan pada perusahaan *underinvestment* bernilai lebih tinggi dari rata-rata keseluruhan yaitu 0,0494035. Kecenderungan bahwa perusahaan dengan *overinvestment* memiliki nilai yang lebih rendah dapat terjadi karena perusahaan terlalu percaya diri untuk membesarkan asetnya akan tetapi tidak dapat menghasilkan keuntungan yang seimbang.

13. Profitabilitas

Rata-rata profitabilitas yang dihitung menggunakan *earning per share* pada keseluruhan sampel adalah 166,9278. Standar deviasi menunjukkan angka 587,6006 yang berarti sebagian besar sampel berada 587 dari nilai rata-rata. Begitu juga pada data perusahaan *overinvestment* menunjukkan angka 115,183 dan

underinvestment 170,4593. Perusahaan dengan nilai EPS paling besar adalah PT. Surya Toto Indonesia Tbk sebesar 4400 dan terendah adalah PT Merck Sharp Dohme Pharma Tbk -7061.

14. Cash Holdings

Pada keseluruhan sampel rata-rata *cash holdings* adalah 0,0752382 dengan standar deviasi sebesar 0,1402689 yang berarti sebagian besar sampel berada 0,14 dari nilai rata-ratanya. Data perusahaan *overinvestment* dan *underinvestment* tidak jauh berbeda yaitu 0,086344 dan 0,0642153. Perusahaan dengan *cash holdings* paling besar adalah PT Chandra Asri Petrochemical Tbk pada tahun 2016 sebesar 2,234922 dan paling rendah perusahaan PT Kedaung Indah Can Tbk pada tahun 2015 sebesar -0,42403 .

4.2 Pengujian dan Pemilihan Model

Dalam pengujian model regresi terdapat tiga pengujian untuk memilih model yang tepat yaitu uji Chow, uji Hausman dan Uji Lagrange. Pada penelitian ini menggunakan 5 model regresi yang berbeda sehingga diperlukan beberapa kali pemilihan model uji yang sesuai untuk setiap model regresi. Berikut merupakan tabel ringkasan dari uji pemilihan model yang telah dilakukan :

Tabel 4 6 Pengujian Model Regresi

Model	Uji Chow	Uji Hausman	Uji Lagrange
Model 1	0.0000	0.0000	-
Model 2 IE	0.0000	0.0643	0.0000
Model 2 Over	0.2140	-	1.0000
Model 2 Under	0.0000	0.3750	0.0000
Model 3 IE	0.0000	0.1111	0.0000
Model 3 Over	0.3833	-	1.0000
Model 3 Under	0.0000	0.0000	-
Model 4 IE	0.0000	0.1224	0.0000
Model 4 Over	0.2974	-	1.0000
Model 4 Under	0.0000	0.0000	-
Model 5	0.0000	0.4180	0.0000

Sumber : data yang diolah oleh peneliti, 2019

Setelah dilakukan pengujian model telah ditemukan model regresi yang sesuai dengan setiap model penelitian. Pada model pertama hasil uji Chow menunjukkan probabilitas *cross-section* F adalah 0.0000 yang berarti diasumsikan dipilih model *Fixed Effect Model* (FEM). Kemudian dilanjutkan pada pengujian Hausman dan menghasilkan nilai probabilitas 0.0000 sehingga dapat dipastikan model regresi yang dipilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM).

Pada model 2 IE uji Chow menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang berarti perlu dilanjutkan uji Hausman. Hasil dari uji Hausman adalah 0.0643 yang berarti H_0 diterima sehingga dimungkinkan model yang dipilih adalah *Random Effect Model* (REM). Dilanjutkan dengan Uji Lagrange yang menunjukkan nilai 0.0000 berarti H_0 ditolak sehingga *Random Effect Model* (REM) dipilih. Kemudian dilanjutkan dengan Model 2 *Over*, hasil uji Chow menunjukkan nilai 0.2140 sehingga langsung dilanjutkan dengan Uji Lagrange. Hasil uji Lagrange menunjukkan nilai 1.0000 yang berarti menerima H0 sehingga dipilih model *Common Effect Model* (CEM). Model 2 *Under* saat di uji Chow menunjukkan hasil 0.0000 kemudian dilanjutkan dengan uji Hausman dengan hasil 0.3750. Karena hasil menunjukkan probabilitas 0.3750 maka H0 diterima sehingga perlu dilanjutkan uji Lagrange. Hasil dari uji tersebut adalah 0.0000 maka H0 diterima sehingga yang terpilih adalah *Random Effect Model* (REM).

Pada model 3 IE dilakukan uji Chow dengan hasil 0.0000 sehingga dilanjutkkan dengan uji Hausman. Uji tersebut menunjukkan hasil 0.1111 sehingga H0 diterima yang diharuskan untuk lanjut uji Lagrange. Berdasarkan uji tersebut menghasilkan nilai 0.0000 sehingga H0 ditolak yang berarti memilih *Random Effect Model* (REM). Selanjutnya pada model 3 *Over* hasil uji Chow menunjukkan nilai 0.3833 yang selanjutnya dilakukan pengujian uji lagrange. Dari hasil uji tersebut menunjukkan nilai 1.000 yang berarti H0 diterima sehingga diambil model regresi *Common Effect Model* (CEM). Model 3 under menunjukkan hasil 0.000 pada uji Chow dan juga 0.000 pada uji Hausman sehingga H0 hausman ditolak yang berarti memilih model regresi *Fixed Effect Model* (FEM).

Pada model 4 IE dilakukan uji Chow dengan hasil 0.000 yang dilanjutkan dengan uji hausman menunjukkan nilai 0.1224 yang berarti H0 diterima sehingga perlu dilakukan uji selanjutnya yaitu uji lagrange. Hasil dari uji tersebut adalah menolak H0 dengan nilai 0.0000 sehingga diambil model regresi *Random Effect Model* (REM). Selanjutnya model 4 over menggunakan uji chow menunjukkan hasil 0.2974 sehingga H0 diterima kemudian dilanjutkan dengan uji lagrange. Pada uji tersebut menunjukkan nilai 1.000 sehingga H0 diterima yang berarti memilih model regresi *Common Effect Model* (CEM). Untuk model 4 under didapatkan hasil uji chow 0.0000 yang berarti menolak H0. Kemudian dilanjutkan dengan uji

hausman menunjukkan nilai 0.000 sehingga menolak H0 yang berarti memilih model regresi *Fixed Effect Model* (FEM).

Model yang terakhir adalah model 5, diuji menggunakan uji chow menunjukkan nilai 0.0000 dan dilanjutkan dengan uji hausman. Hasil uji hausman adalah 0.4180 yang berarti H0 diterima yang kemudian harus melanjutkan uji selanjutnya uji lagrange. Pada uji tersebut menghasilkan nilai 0.0000 yang berarti H0 diterima sehingga memilih *Random Effect Model* (REM).

Hasil dan simpulan dalam pengujian model, disajikan dalam tabel , sebagai berikut :

Tabel 4 7 Hasil Pengujian Model

Model	Pengujian Model	Probabilitas	Keputusan
Model 1	Uji Hausman	0.0000	*Fixed Effect Model* (FEM)
Model 2 IE	Uji Lagrange	0.0000	*Random Effect Model* (REM)
Model 2 Over	Uji Lagrange	1.0000	*Common Effect Model* (CEM)
Model 2 Under	Uji Lagrange	0.0000	*Random Effect Model* (REM)
Model 3 IE	Uji Lagrange	0.0000	*Random Effect Model* (REM)
Model 3 Over	Uji Lagrange	1.0000	*Common Effect Model* (CEM)
Model 3 Under	Uji Hausman	0.0000	*Fixed Effect Model* (FEM)
Model 4 IE	Uji Lagrange	0.0000	*Random Effect Model* (REM)
Model 4 Over	Uji Lagrange	1.0000	*Common Effect Model* (CEM)
Model 4 Under	Uji Hausman	0.0000	*Fixed Effect Model* (FEM)
Model 5	Uji Lagrange	0.0000	*Random Effect Model* (REM)

Sumber : data yang diolah oleh peneliti, 2019

4.3 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memberikan kepastian bahwa persamaan regresi yang didapatkan memiliki tingkat ketepatan dalam estimasi, tidak bias dan konsisten. Pada penelitian ini menggunakan dua uji asumsi klasik yaitu uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

4.3.1 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk membuktikan bahwa tidak adanya hubungan antar variabel independen. Uji ini menggunakan uji korelasi antar variabel dependen di mana jika korelasi antar variabel bebas bernilai <0.8 maka dapat dipastikan tidak terjadi multikolinearitas begitu pun sebaliknya. Pada penelitian ini uji multikolinearitas dilakukan pada tiga jenis data yaitu data sampel keseluruhan, data sampel *overinvestment* dan data sampel *underinvestement*

Tabel 4 8 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel Keseluruhan

	EDU	EXP	GEN	PERF	INTERN	BOARD	MEETING	IND	SIZE	Q	LEV	ROA	EPS	CF
EDU	1.0000													
EXP	-0.1454	1.0000												
GEN	0.0207	0.0667	1.0000											
PERF	0.0312	0.0419	0.0233	1.0000										
INTERN	-0.0397	0.0723	0.0079	0.1755	1.0000									
BOARD	0.0089	-0.0752	-0.0769	0.1857	0.2175	1.0000								
MEETING	0.1261	0.0996	-0.0816	0.0420	-0.0337	0.0394	1.0000							
IND	0.0092	-0.0131	0.0378	0.0407	0.1365	0.3770	0.0415	1.0000						
SIZE	0.0460	-0.1905	-0.0975	0.1310	0.2893	0.5609	0.0087	0.1792	1.0000					
Q	0.0885	-0.0493	0.0643	0.2609	0.0688	0.1638	0.0432	0.0235	0.0982	1.0000				
LEV	0.0823	-0.0568	-0.0943	-0.0730	-0.4641	-0.0460	0.0487	-0.1236	-0.0112	-0.0494	1.0000			
ROA	0.0308	-0.0001	-0.0074	0.3561	0.3244	0.2209	0.0222	0.0923	0.01974	0.2494	-0.3248	1.0000		
EPS	-0.0860	-0.0220	-0.0276	0.1680	0.1579	0.2249	-0.0509	0.1033	0.2427	0.1038	-0.1307	0.3304	1.0000	
CF	0.0394	0.0634	-0.0056	0.7583	0.1669	0.2089	0.0996	0.0299	0.1495	0.3473	-0.0722	0.3265	0.2079	1.0000

Sumber : data diolah oleh penulis, 2019

Tabel 4 9 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel *Overinvestment*

	EDU	EXP	GEN	PERF	INTERN	BOARD	MEETING	IND	SIZE	Q	LEV	ROA	EPS	CF
EDU	1.0000													

	EDU	EXP	GEN	PERF	INTERN	BOARD	MEETING	IND	SIZE	Q	LEV	ROA	EPS	CF
EXP	-0.2478	1.0000												
GEN	0.0957	0.0628	1.0000											
PERF	0.0692	0.0417	-0.0114	1.0000										
INTERN	-0.0854	0.0691	-0.0182	0.1290	1.0000									
BOARD	-0.0596	-0.0940	-0.0495	0.2846	0.1765	1.0000								
MEETING	0.1636	0.1072	-0.0928	0.0997	-0.0578	-0.0827	1.0000							
IND	-0.0256	0.0055	0.0071	0.1205	0.1075	0.3836	-0.0237	1.0000						
SIZE	-0.0750	-0.1476	-0.0876	0.1724	0.3393	0.5830	-0.0844	0.1472	1.0000					
Q	0.1688	-0.0320	0.0134	0.3836	0.1032	0.3283	0.1631	0.0298	0.1890	1.0000				
LEV	0.0272	-0.0103	-0.0896	-0.0140	-0.4585	0.0297	0.0238	-0.1041	0.0163	-0.0047	1.0000			
ROA	0.0657	-0.0068	0.0051	0.4048	0.3307	0.2577	0.0736	0.0752	0.1863	0.03175	-0.3877	1.0000		
EPS	-0.0166	-0.0643	-0.0174	0.1868	0.1293	0.2342	0.0079	0.1140	0.3216	0.01696	-0.1018	0.3322	1.0000	
CF	0.0169	0.1252	-0.0402	0.5793	0.1200	0.3215	0.1994	0.0428	0.1920	0.4644	-0.0275	0.3137	0.2124	1.0000

Sumber : data diolah oleh penulis, 2019

Tabel 4 10 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel *Underinvestment*

	EDU	EXP	GEN	PERF	INTERN	BOARD	MEETING	IND	SIZE	Q	LEV	ROA	EPS	CF
EDU	1.0000													
EXP	-0.0125	1.0000												

	EDU	EXP	GEN	PERF	INTERN	BOARD	MEETING	IND	SIZE	Q	LEV	ROA	EPS	CF
GEN	-0.0900	0.1425	1.0000											
PERF	0.0535	-0.0160	0.0521	1.0000										
INTERN	-0.0166	0.0497	0.0405	0.2764	1.0000									
BOARD	0.0806	-0.1615	-0.1335	0.1366	0.2685	1.0000								
MEETING	0.1453	0.1059	-0.1034	-0.0164	0.0169	0.1660	1.0000							
IND	0.1095	-0.1283	0.0789	-0.0778	0.1609	0.2684	0.0890	1.0000						
SIZE	0.1074	-0.2474	-0.1151	0.1094	0.3218	0.5617	0.0273	0.2256	1.0000					
Q	0.0150	-0.0791	-0.0237	0.2185	0.1504	0.1561	-0.1078	0.0030	0.0929	1.0000				
LEV	0.1526	-0.0986	-0.0502	-0.1082	-0.5774	-0.0929	0.0382	-0.0789	-0.0736	-0.1300	1.0000			
ROA	-0.0399	-0.0144	-0.0182	0.3220	0.3187	0.1789	-0.0051	0.0612	0.1819	0.2660	-0.2368	1.0000		
EPS	-0.1737	-0.0283	-0.0021	0.2008	0.2358	0.1540	-0.0897	0.0387	0.2209	0.1238	-0.1506	0.3005	1.0000	
CF	0.0517	0.0527	0.0123	0.0206	-0.0005	-0.0605	-0.0795	-0.0368	-0.0309	-0.0160	0.0424	-0.2006	-0.0041	1.0000

Sumber : data diolah oleh penulis, 2019

Berdasarkan ketiga tabel yaitu tabel 4.5, tabel 4.6 dan tabel 4.7, pada setiap sampel yang berbeda tidak adanya variabel yang memiliki nilai koefisien lebih dari 0,8 sehingga dapat dipastikan hasil uji ini menyatakan tidak terjadi multikolinearitas.

4.3.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas adalah uji yang menilai apakah terdapat ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi linier. Dalam uji ini diharapkan data berbentuk homoskedastisitas yaitu keadaan di mana adanya kesamaan varian dari residual untuk semua pengamatan setiap variabel bebas.

Hasil dari uji heteroskedastisitas pada penelitian ini dapat dilihat dalam tabel berikut :

Tabel 4 11 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model Penelitian	Probabilitas	Model Penelitian	Probabilitas
Model 1	0.0000	Model 3 Under	1.0000
Model 2 IE	1.0000	Model 4 IE	1.0000
Model 2 Over	0.0000	Model 4 Over	0.0000
Model 2 Under	1.0000	Model 4 Under	1.0000
Model 3 IE	1.0000	Model 5	1.0000
Model 3 Over	0.0000		

Sumber : data yang diolah oleh peneliti, 2019

Berdasarkan tabel 4.11 ditunjukkan nilai probabilitas beberapa model memiliki nilai di bawah 0.05 sehingga terdapat beberapa model yang dinyatakan mengalami heteroskedastisitas. Model-model tersebut antara lain model 1, model 2 over, model 3 over dan model 4 over. Keempat model tersebut diperlukan penanganan khusus pada proses uji regresi modelnya. Salah satu penanganan dari tidak lolosnya uji heteroskedastisitas adalah menggunakan penduga guna menghindari masalah tersebut penduga yang akan digunakan disesuaikan dengan keperluan di setiap model.

4.3 Uji Hipotesis

Pada pengujian hipotesis didasarkan hasil asumsi klasik di mana terdapat beberapa model regresi yang terdapat masalah heteroskedastisitas. Karena adanya masalah heteroskedastisitas dapat mengandalkan hasil *robust* dari standar eror. Dalam penelitian Hoechle (2007) menyatakan bahwa dalam mengatasi masalah heteroskedastisitas menggunakan penduga Driscoll & Krayy menjadikan hasil lebih baik dari pada *ordinary least square* (OLS). Pemilihan penduga Driscoll & Krayy dikarenakan jumlah sampel perusahaan atau N lebih banyak dari jumlah set waktu atau T. Dan juga penduga Driscoll & Krayy dapat digunakan untuk data OLS/WLS

dan FEM (Hoechle, 2007). Oleh karena itu pada penelitian ini untuk model yang mengalami masalah heteroskedastisitas digunakan penduga Driscoll & Krayy.

4.3.1. Regresi Model 1

Tabel 4.9 merupakan hasil regresi data panel menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) mengenai pengaruh *managerial overconfidence* terhadap pembiayaan internal perusahaan keluarga yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2009-2018 sektor non keuangan adalah sebagai berikut :

Tabel 4 12 Hasil Regresi Data Panel Model 1

Variabel Independen	Model 1 Pembiayaan Internal	
	Koefisien (β)	*p-value*(α)
EDU	0,011	0,392
EXP	0,103	0,043**
GEN	-0,131	0,000***
PERF	0,199	0,308
SIZE	0,283	0,000***
Q	0,007	0,344
LEV	-1,560	0,004***
ROA	-0,128	0,779
EPS	0,000	0,100
CF	-0,346	0,140

*** Taraf signifikansi 1%, **Taraf signifikansi 5%, *Taraf signifikansi 10%

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4.9 dapat ditarik kesimpulan terkait tingkat signifikansi dan pengaruh dari variabel independen dan kontrol terhadap variabel dependen pada Model 1 sebagai berikut :

1. Variabel Tingkat Pendidikan Direktur Utama (EDU) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal yang dibuktikan dengan nilai koefisien 0,011 berdasarkan hasil regresi yang telah dilakukan. Kemudian meninjau dari nilai signifikansi variabel independen ini tidak memberikan pengaruh yang signifikan karena nilai probabilitas (*p-value*) nya lebih dari 10%
2. Variabel Pengalaman Direktur Utama (EXP) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisiennya 0,103 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau lebih tepatnya 0,043.

3 Variabel Jenis Kelamin Direktur Utama (GEN) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien -0,131 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,000.

4. Variabel Kinerja Direktur Utama (PERF) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien 0,199 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,308.
5. Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien 0,283 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,000.
6. Variabel Kesempatan Investasi (Q) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien 0,007 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,344.
7. Variabel *Leverage* Keuangan (LEV) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien -1,560 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,004.
8. Variabel Hasil Operasional (ROA) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien -0,128 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,779.
9. Variabel Profitabilitas (EPS) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien 0,000 berdasarkan hasil regresi.

Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,1000.

10. Variabel *Cash Holdings* (CF) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien -0,346 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,140.

4.3.2 Regresi Data Efisiensi Investasi

Pada regresi ini dilakukan untuk Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan keseluruhan sampel. Ketiga model tersebut diuji menggunakan *Random Effect Model* (REM).

Tabel 4 13 Hasil Regresi Data Efisiensi Investasi

Independen Variabel	Efisiensi Investasi					
	Model 2		Model 3		Model 4	
	Koefisien (β)	*p-value* (α)	Koefisien (β)	*p-value* (α)	Koefisien (β)	*p-value* (α)
EDU	-	-	0,006	0,554	0,006	0,551
EXP	-	-	-0,007	0,769	-0,013	0,615
GEN	-	-	0,019	0,659	0,022	0,619
PERF	-	-	0,12	0,395	0,113	0,424
INTERN	0,03	0,021**	-	-	0,031	0,019**
SIZE	-0,003	0,644	0,001	0,864	-0,004	0,596
Q	0,001	0,455	0,001	0,413	0,001	0,452
LEV	-0,038	0,288	-0,076	0,018**	-0,039	0,277
ROA	-0,662	0,000***	-0,659	0,000***	-0,67	0,000***
EPS	0,000	0,207	0,000	0,181	0,000	0,177
CF	0,032	0,665	-0,042	0,727	-0,039	0,741

*** Taraf signifikansi 1%, **Taraf signifikansi 5%, *Taraf signifikansi 10%

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4.10 dapat ditarik kesimpulan terkait tingkat signifikansi dan pengaruh dari variabel independen dan kontrol terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan data efisiensi investasi sebagai berikut :

1. Variabel Tingkat Pendidikan Direktur Utama (EDU) berpengaruh positif pada Model 3 dan Model 4 yang dibuktikan dengan nilai koefisien 0,006 berdasarkan hasil regresi yang telah dilakukan. Kemudian meninjau dari nilai signifikansi variabel independen ini tidak memberikan pengaruh yang

signifikan karena nilai probabilitas (*p-value*) nya lebih dari 10% atau tepatnya 0,554 dan 0,551.

2. Variabel Pengalaman Direktur Utama (EXP) berpengaruh negatif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisiennya -0,007 dan -0,013 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau lebih tepatnya 0,769 dan 0,615.
3 Variabel Jenis Kelamin Direktur Utama (GEN) berpengaruh positif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,019 dan 0,022 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh tidak signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,659 dan 0,619.
4. Variabel Kinerja Direktur Utama (PERF) berpengaruh positif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,12 dan 0,113 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,395 dan 0,424.
5. Variabel Pembiayaan Internal (INTERN) berpengaruh positif pada Model 2 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,03 dan 0,031 berdasarkan hasil regresi. Dan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,021 dan 0,019.
6. Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif pada Model 3 dengan koefisien 0,001 dan berpengaruh negatif Model 2 dan Model 4 dengan koefisien -0,003 dan -0,004 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan pada ketiga model dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan 0,644, 0,864 dan 0,596.
7. Variabel Kesempatan Investasi (Q) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,001, 0,001 dan 0,001 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf

signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan 0,455, 0,413 dan 0,0452..

8. Variabel *Leverage* Keuangan (LEV) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien -0,038, -0,076 dan -0,039 berdasarkan hasil regresi. Kemudian berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan pada model 3 dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,018. Sedangkan pada Model 2 dan Model 4 variabel ini tidak berpengaruh dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,288 dan 0,277.
9. Variabel Hasil Operasional (ROA) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien -0,662, -0,659 dan -0,67 berdasarkan hasil regresi. Kemudian berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,000.
10. Variabel Profitabilitas (EPS) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,000 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan adalah 0,207, 0,181 dan 0,177.
11. Variabel *Cash Holdings* (CF) berpengaruh positif pada Model 2 terhadap variabel dependen dengan koefisien 0,032 dan berpengaruh negatif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien -0,042 dan -0,039 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan adalah 0,665, 0,727 dan 0,741.

4.3.3 Regresi Data *Overinvestment*

Pada regresi ini dilakukan untuk Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan sampel data *overinvestment*. Ketiga model tersebut diuji menggunakan pendugaan Driscoll & Krayy *Pooled* OLS.

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4.11 dapat ditarik kesimpulan terkait tingkat signifikansi dan pengaruh dari variabel independen dan kontrol terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan data *overinvestment*

Tabel 4 14 Hasil Regresi Data Overinvestment

Independen Variabel	*Overinvestment*					
	Model 2		Model 3		Model 4	
	Koefisien (β)	*p-value* (α)	Koefisien (β)	*p-value* (α)	Koefisien (β)	*p-value* (α)
EDU	-	-	-0,028	0,050*	-0,027	0,054*
EXP	-	-	-0,046	0,438	-0,055	0,418
GEN	-	-	0,189	0,264	0,195	0,247
PERF	-	-	0,116	0,25	0,105	0,367
INTERN	0,028	0,495	-	-	0,03	0,499
SIZE	0,012	0,031**	0,018	0,137	0,008	0,331
Q	-0,0006	0,615	-0,0005	0,655	-0,0006	0,611
LEV	-0,012	0,83	-0,04	0,33	0,0005	0,993
ROA	-0,179	0,043**	-0,155	0,007***	-0,184	0,033**
EPS	0,000	0,452	0,000	0,504	0,000	0,475
CF	-0,026	0,75	-0,034	0,513	-0,029	0,547

*** Taraf signifikansi 1%, **Taraf signifikansi 5%, *Taraf signifikansi 10%

sebagai berikut :

1. Variabel Tingkat Pendidikan Direktur Utama (EDU) berpengaruh negatif pada Model 3 dan Model 4 yang dibuktikan dengan nilai koefisien -0,028 dan -0,027 berdasarkan hasil regresi yang telah dilakukan. Kemudian meninjau dari nilai signifikansi variabel independen ini memberikan pengaruh yang signifikan karena nilai probabilitas (*p-value*) nya kurang dari 10% atau tepatnya 0,050 dan 0,054.
2. Variabel Pengalaman Direktur Utama (EXP) berpengaruh negatif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisiennya -0,046 dan -0,055 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau lebih tepatnya 0,438 dan 0,418.
3 Variabel Jenis Kelamin Direktur Utama (GEN) berpengaruh positif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,189 dan 0,195 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh tidak signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,264 dan 0,247.
4. Variabel Kinerja Direktur Utama (PERF) berpengaruh positif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,116 dan 0,105 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak

berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,25 dan 0,367.

5. Variabel Pembiayaan Internal (INTERN) berpengaruh positif pada Model 2 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,028 dan 0,03 berdasarkan hasil regresi. Dan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh tidak signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,495 dan 0,499.
6. Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan koefisien 0,012, 0,018 dan 0,008 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan pada Model 2 dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,031. Sedangkan untuk Model 3 dan Model 4 tidak signifikan dengan taraf signifikansi 0,137 dan 0,331.
7. Variabel Kesempatan Investasi (Q) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien -0,0006, -0,0005 dan -0,0006 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan 0,615, 0,655 dan 0,611.
8. Variabel *Leverage* Keuangan (LEV) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dengan nilai koefisien -0,012 dan -0,04, sedangkan pada model 4 pengaruh positif dengan koefisien 0,0005. Kemudian berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan pada ketiga model dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan adalah 0,83, 0,33 dan 0,993.
9. Variabel Hasil Operasional (ROA) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien -0,179, -0,155 dan -0,184 berdasarkan hasil regresi. Kemudian berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya secara berurutan adalah 0,043, 0,007 dan 0,033.

10. Variabel Profitabilitas (EPS) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,000 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan adalah 0,452, 0,504 dan 0,475.
11. Variabel *Cash Holdings* (CF) berpengaruh negatif pada Model 2, Model 3 dan Model 4 terhadap variabel dependen dengan koefisien -0.026,-0,034 dan -0,029 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan adalah 0,75, 0,513 dan 0,547.

4.3.4 Regresi Data *Underinvestment*

Pada regresi ini dilakukan untuk Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan sampel data *underinvestment*. Model 2 menggunakan *Random Effect Model* (REM) dan Model 3, 4 menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM).

Tabel 4 15 Hasil Regresi Data *Underinvestment*

Independen Variabel	*Underinvestment*					
	Model 2		Model 3		Model 4	
	Koefisien (β)	*p-value* (α)	Koefisien (β)	*p-value* (α)	Koefisien (β)	*p-value* (α)
EDU	-	-	0,009	0,342	0,009	0,346
EXP	-	-	-0,009	0,723	-0,01	0,713
GEN	-	-	0,111	0,001***	0,11	0,001***
PERF	-	-	-2,881	0,000***	-2,874	0,000***
INTERN	-0,028	0,168	-	-	-0,004	0,831
SIZE	0,0001	0,988	-0,008	0,364	-0,008	0,42
Q	0,001	0,524	0,002	0,12	0,002	0,12
LEV	0,123	0,000***	0,125	0,000***	0,122	0,000***
ROA	1,231	0,000***	0,904	0,000***	0,906	0,000***
EPS	-0,00003	0,001***	-0,00002	0,035**	-0,00002	0,037**
CF	-0,026	0,596	2,884	0,000***	2,8777	0,000***

*** Taraf signifikansi 1%, **Taraf signifikansi 5%, *Taraf signifikansi 10%

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4.12 dapat ditarik kesimpulan terkait tingkat signifikansi dan pengaruh dari variabel independen dan kontrol terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan data *underinvestment* sebagai berikut :

1. Variabel Tingkat Pendidikan Direktur Utama (EDU) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal yang dibuktikan dengan nilai koefisien 0,009 berdasarkan hasil regresi yang telah dilakukan. Kemudian meninjau dari nilai signifikansi variabel independen ini tidak memberikan pengaruh yang signifikan karena nilai probabilitas (*p-value*) nya lebih dari 10% atau tepatnya 0,342 dan 0,346.
2. Variabel Pengalaman Direktur Utama (EXP) berpengaruh negatif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisiennya -0,009 dan -0,01 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau lebih tepatnya 0,723 dan 0,713.
3 Variabel Jenis Kelamin Direktur Utama (GEN) berpengaruh positif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,111 dan 0,11 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,001 dan 0,001.
4. Variabel Kinerja Direktur Utama (PERF) berpengaruh negatif pada Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien -2,881 dan -2,874 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,000 dan 0,000.
5. Variabel Pembiayaan Internal (INTERN) berpengaruh negatif pada Model 2 dan Model 4 dengan nilai koefisien -0,028 dan -0,004 berdasarkan hasil regresi. Dan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh tidak signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,168 dan 0,831.
6. Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh positif pada Model 2 dengan koefisien 0,0001, sedangkan Model 3 dan Model 4 berpengaruh negatif dengan koefisien -0,008 dan -0,008 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,988, 0,364 dan 0,42.

7. Variabel Kesempatan Investasi (Q) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 0,001, 0,002 dan 0,002 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan 0,524, 0,12 dan 0,12.
8. Variabel *Leverage* Keuangan (LEV) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4dengan nilai koefisien 0,123, 0,125 dan 0,122 berdasarkan hasil regresi. Kemudian berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan pada ketiga model dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya semua bernilai 0,000.
9. Variabel Hasil Operasional (ROA) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien 1,231, 0,904 dan 0,906 berdasarkan hasil regresi. Kemudian berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya secara keseluruhan bernilai 0,000.
10. Variabel Profitabilitas (EPS) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pada Model 2, Model 3 dan Model 4 dengan nilai koefisien -0,00003, -0,00002 dan -0,00002 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya secara berurutan adalah 0,001, 0,035 dan 0,037.
11. Variabel *Cash Holdings* (CF) berpengaruh negatif pada Model 2 dengan koefisien -0,026, sedangkan Model 3 dan Model 4 berpengaruh positif terhadap variabel dependen dengan koefisien 2,884 dan 2,8777 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan pada Model dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya secara berurutan adalah 0,596. Sedangkan pada Model 3 dan Model 4 berpengaruh signifikan dengan taraf di bawah 10% tepatnya 0,000 dan 0,000.

4.3.5 Regresi Model 5

Pada regresi ini dilakukan untuk Model 5 dengan data efisiensi investasi keseluruhan. Ketiga model tersebut diuji menggunakan *Random Effect Model* (REM). Tujuan dari model 5 ini adalah mencari pengaruh tata kelola perusahaan terhadap efisiensi investasi.

Tabel 4 16 Hasil Regresi Model 5

Variabel Independen	Model 5 Efisiensi Investasi	
	Koefisien (β)	*p-value*(α)
EDU	0,007	0,495
EXP	-0,013	0,621
GEN	0,029	0,514
PERF	0,109	0,442
INTERN	0,031	0,018**
BOARD	0,012	0,089*
MEETING	-0,0001	0,891
IND	-0,035	0,041**
SIZE	-0,008	0,357
Q	0,001	0,521
LEV	-0,044	0,225
ROA	-0,679	0,000***
EPS	0,0000	0,200
CF	-0,050	0,677

*** Taraf signifikansi 1%, **Taraf signifikansi 5%, *Taraf signifikansi 10%

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4.13 dapat ditarik kesimpulan terkait tingkat signifikansi dan pengaruh dari variabel independen dan kontrol terhadap variabel dependen pada Model 5 dengan data efisiensi investasi sebagai berikut :

1. Variabel Tingkat Pendidikan Direktur Utama (EDU) berpengaruh positif terhadap variabel dependen yang dibuktikan dengan nilai koefisien 0,007 berdasarkan hasil regresi yang telah dilakukan. Kemudian meninjau dari nilai signifikansi variabel independen ini tidak memberikan pengaruh yang signifikan karena nilai probabilitas (*p-value*) nya lebih dari 10% atau tepatnya 0,495.
2. Variabel Pengalaman Direktur Utama (EXP) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen dengan nilai koefisiennya -0,013 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh

tidak signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau lebih tepatnya 0621.

3 Variabel Jenis Kelamin Direktur Utama (GEN) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien 0,029 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,514.

4. Variabel Kinerja Direktur Utama (PERF) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien 0,109 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,442.

5. Variabel Pembiayaan Internal (INTERN) berpengaruh positif terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien 0,031 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawa 10% atau tepatnya 0,018.

6. Variabel Jumlah Direktur (BOARD) berpengaruh positif terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien 0,012berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% dengan nilai 0,089.

7. Variabel Jumlah Rapat Direksi Dalam Satu Tahun (MEETING) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien -0,0001 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh tidak signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% dengan nilai 0,891.

8. Variabel Jumlah Direktur Independen (IND) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien -0,035 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% dengan nilai 0,041.

9. Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen dengan nilai koefisien -0,008 berdasarkan hasil regresi. Dan

berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,357.

10. Variabel Kesempatan Investasi (Q) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien 0,001 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,521.
11. Variabel *Leverage* Keuangan (LEV) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien -0,044 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,225.
12. Variabel Hasil Operasional (ROA) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien -0,679 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di bawah 10% atau tepatnya 0,000.
13. Variabel Profitabilitas (EPS) berpengaruh positif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien 0,000 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,200.
14. Variabel *Cash Holdings* (CF) berpengaruh negatif terhadap variabel dependen pembiayaan internal dengan nilai koefisien -0,050 berdasarkan hasil regresi. Dan berdasarkan nilai signifikansi yang dihasilkan variabel ini tidak berpengaruh signifikan dengan taraf signifikansi di atas 10% atau tepatnya 0,677.

4.4 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh model mampu menerangkan variasi variabel independen.

Besarnya nilai R-*squared* pada Model 1 adalah 0,30 yang berarti bahwa variabel independen Model 1 hanya mampu menjelaskan 30% dari variabel dependen pembiayaan internal. Pada Model 5 besarnya nilai R-*squared* adalah 0,0603 yang berarti variabel independen model tersebut hanya berhasil menjelaskan 6% dari variabel dependen efisiensi investasi.

Pada Model 2 IE besarnya R-*squared* adalah 0,057 yang berarti variabel independen Model 2 IE hanya menjelaskan 5,7% variabel dependen efisiensi investasi. Pada Model 2 *Over* besarnya R-*squared* adalah 0,0091 yang berarti variabel independen model tersebut hanya berhasil menjelaskan kurang dari 1% variabel dependen *Overinvestment*. Sedangkan pada Model 2 *Under* besarnya nilai R-*squared* jauh lebih tinggi dari pada model IE dan *Over*-nya yaitu 0,5104. Sehingga dapat diartikan bahwa variabel independen pada Model 2 Under dapat menjelaskan 51% dari variabel dependen *Underinvestment*.

Pada Model 3 IE besarnya R-*squared* adalah 0,0474 yang berarti variabel independen Model 3 IE hanya menjelaskan 4,7% variabel dependen efisiensi investasi. Pada Model 3 *Over* besarnya R-*squared* adalah 0,0147 yang berarti variabel independen model tersebut hanya berhasil menjelaskan 1,4% dari variabel dependen *Overinvestment*. Sedangkan pada Model 3 *Under* besarnya nilai R-*squared* jauh lebih tinggi dari pada model IE dan *Over*-nya yaitu 0,5845. Sehingga dapat diartikan bahwa variabel independen pada Model 3 *Under* dapat menjelaskan 58% dari variabel dependen *Underinvestment*.

Pada Model 4 IE besarnya R-*squared* adalah 0,0513 yang berarti variabel independen Model 4 IE hanya menjelaskan 5,1% variabel dependen efisiensi investasi. Pada Model 4 *Over* besarnya R-*squared* adalah 0,0183 yang berarti variabel independen model tersebut hanya berhasil menjelaskan 1,8% dari variabel dependen *Overinvestment*. Sedangkan pada Model 4 *Under* besarnya nilai R-*squared* jauh lebih tinggi dari pada model IE dan *Over*-nya yaitu 0,5845. Sehingga dapat diartikan bahwa variabel independen pada Model 4 *Under* dapat menjelaskan 58% dari variabel dependen *Underinvestment*.

Berikut ini merupakan keseluruhan hasil R-*squared* pada keseluruhan model penelitian :

Tabel 4 17 Hasil dari R-*squared* Pada Keseluruhan Model Penelitian

Model Penelitian	R *Squared*
Model 1	0.3029
Model 2 IE	0.0510
Model 2 Over	0.0091
Model 2 Under	0.5104
Model 3 IE	0.0474
Model 3 OVer	0.0147
Model 3 Under	0.5845
Model 4 IE	0.0513
Model 4 Over	0.0183
Model 4 Under	0.5845
Model 5	0.0603

Sumber : data diolah oleh penulis, 2020

4.5 Pembahasan

Pada sub bab ini akan dibahas mengenai analisis dan interpretasi hasil dari regresi yang telah dilakukan. Pembahasan didasarkan menggunakan landasan teori berupa literatur ilmiah yang berkaitan dengan permasalahan yang di bahas.

4.5.1 Pengaruh *Managerial Overconfidence* terhadap Pembiayaan Internal

Berdasarkan uji regresi Model 1, hasil menunjukkan bahwa *managerial overconfidence* berpengaruh positif terhadap pembiayaan internal. Variabel *managerial overconfidence* ini dapat dikatakan signifikan terhadap pembiayaan internal karena 2 proksi bersifat signifikan terhadap variabel dependen tersebut. Sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis pertama diterima dengan menunjukkan hasil yang sama. Hasil ini telah sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh He, Chen, & Hu (2019) yang menjelaskan bahwa manajer memiliki kontrol atas keuangan perusahaan dan dikarenakan adanya asimetris informasi mereka lebih cenderung menggunakan pembiayaan internal perusahaan dan juga menjaga kondisi uang tunai ketika mereka terlalu percaya diri dan percaya bahwa perusahaan mereka diremehkan oleh investor luar. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Deshmukh, et al (2013) dan Ben-David, et al (2007) bahwa manajer yang terlalu percaya diri sering dikaitkan dengan rendahnya rasio pembayaran dividen atau dapat dikatakan mengurangi jumlah dividen tahunan mereka.

Pada proksi pengalaman direktur utama menunjukkan pengaruh negatif yang menjelaskan bahwa direktur utama yang sebelumnya tidak pernah menjabat sebagai dewan direksi akan lebih banyak menggunakan pendanaan internal. Hal ini dimungkinkan karena adanya asimetri informasi, sesuai dengan teori *pecking* order. Sedangkan berdasarkan teori upper echelon bahwa direktur yang sebelumnya pernah menjabat pada kedudukan yang sama akan memiliki pandangan yang lebih luas dan pengalaman yang lebih baik dalam pengambilan keputusan terkait bidang yang mereka kerjakan (Hambrick & Mason, 1984) (Schein, 1983)
. Direktur utama yang pernah menjabat sebagai dewan direksi akan lebih percaya diri untuk menggunakan pendanaan dari eksternal dari pada direktur utama yang belum pernah menjabat sebelumnya. Selanjutnya pada proksi yaitu jenis kelamin menghasilkan koefisien yang negatif terhadap pembiayaan internal. Berdasarkan hasil tersebut dapat dijelaskan bahwa jenis kelamin mempengaruhi pemilihan pendanaan internal, di mana pada jenis kelamin direktur utama wanita dimungkinkan kecenderungan mereka akan memilih metode pembiayaan lainnya seperti hutang atau ekuitas saham. Direktur wanita cenderung membagikan keuntungan perusahaan kepada para pemegang saham untuk meningkatkan kepercayaan para pemegang saham terhadap perusahaan tersebut sehingga pandangan mereka menjadi baik (Chen, Leung, & Goergen, 2017). Kecenderungan tersebut membuat direktur wanita memilih untuk menggunakan pendanaan jenis lain seperti mengeluarkan ekuitas saham yang lebih banyak. Semakin terlihat baik perusahaan di mata investor akan mendorong mereka semakin membeli saham dari perusahaan tersebut. Hal ini sesuai dengan penelitian Ting, et al (2016) bahwa kecenderungan direktur wanita akan memilih pembiayaan hutang dari pada yang lainnya. Berbeda dengan penelitian Rechner & Dalton (1991) bahwa Kecenderungan laki-laki yang terlalu percaya diri akan mengarahkan pada penggunaan hutang yang berlebih, sehingga membuat rasio liabilitas tinggi.

4.5.2 Pengaruh Pembiayaan Internal terhadap Efisiensi Investasi

Berdasarkan uji regresi Model 2, hasil menunjukkan bahwa pembiayaan internal berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi. Dari hasil ini menyatakan bahwa hipotesis 2a diterima. Hasil sesuai dengan penelitian He, et al (2019) yang menyatakan bahwa pembiayaan internal mendorong terjadinya

investasi pada perusahaan. Sehingga semakin tinggi variabel pembiayaan internal maka perusahaan akan semakin tidak efisien dalam berinvestasi. Opler, et al (2001) menjelaskan bahwa semakin besar tingkat kepemilikan uang perusahaan yang berasal dari pembiayaan internal akan membuat perusahaan untuk melakukan pengeluaran modal yang tinggi, dan banyak melakukan akuisisi

Pada sisi sampel *overinvestment* pembiayaan internal berpengaruh positif dan pada sampel *underinvestment* pembiayaan internal berpengaruh negatif. Sehingga keduanya telah memenuhi hipotesis 2b dan 2c, akan tetapi tingkat signifikansi pada model tidak dapat diterima. Oleh karenanya hipotesis 2b dan 2c ditolak. Pengaruh pembiayaan internal pada *overinvestment* menjelaskan bahwa pembiayaan internal akan mengarahkan pada investasi yang berlebihan. Kelebihan investasi ini sejalan dengan penelitian Moez & Amina (2018) bahwa kelebihan dana tunai akan membuat perusahaan menjadi terlalu berlebihan dalam berinvestasi. Sedangkan pada *underinvestment* menjelaskan pembiayaan internal bernilai negatif akan membuat perusahaan menjadi semakin *underinvestment* atau kekurangan investasi.

4.5.3 Pengaruh *Managerial Overconfidence* terhadap Efisiensi Investasi

Berdasarkan uji regresi Model 3, hasil menunjukkan bahwa *managerial overconfidence* berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi akan tetapi tidak signifikan. Berdasarkan hasil tersebut maka hipotesis ketiga ditolak karena menunjukkan hasil yang berbeda walaupun secara pengaruh sama akan tetapi tingkat signifikansinya tidak bisa diterima. Hasil dari penelitian berbeda dengan penelitian He, et al (2019) dan Hao, et al (2005) yang menyatakan bahwa *managerial overconfidence* memiliki dampak positif dan signifikan terhadap tingkat investasi perusahaan, di mana semakin percaya diri seorang direktur utama maka tingkat investasi yang dilakukan juga semakin besar. Besarnya tingkat investasi perusahaan dapat mengarahkan pada kelebihan investasi.

Dalam kondisi tertentu, manajer yang bertindak sebagai seorang pekerja di suatu perusahaan memiliki kepentingannya sendiri dalam mengambil keputusan. Pada penelitian Shleifer & Vishny (1989) menegaskan bahwa manajer lebih suka berinvestasi dalam proyek-proyek yang bahkan bernilai NPV negatif sehingga membuat penampilan mereka terlihat bagus akan tetapi melupakan kepentingan dari perusahaan dan mengarahkan pada ketrampilan pribadi (*entrenchment*) tetapi

yang meningkatkan sumber daya manusia mereka sendiri, membuat aktivitas perusahaan tidak dapat dipisahkan dari keterampilan pribadi mereka (*entrenchment*). Lebih dijelaskan bahwa manajerial *entrenchment* dapat didefinisikan sebagai suatu tindakan, seperti menginvestasikan dana perusahaan, yang dilakukan oleh seorang manajer untuk meningkatkan nilai dirinya sebagai karyawan, daripada menguntungkan perusahaan secara finansial. Kondisi manajer yang seperti ini biasanya terjadi karena manajer memiliki kemampuan yang cukup untuk mengambil keputusan strategis perusahaan.

Kondisi pada sampel *overinvestment* terdapat satu proksi yang signifikan dan berpengaruh negatif yaitu tingkat pendidikan. Hasil ini menyatakan bahwa faktor tingkat pendidikan memberikan dampak bagi perusahaan untuk menekan investasi berlebih. Hal ini sesuai dengan yang dijelaskan oleh Rakhmayil & Yuce (2013) bahwa semakin tinggi tingkat pendidikan seseorang maka mereka akan mementingkan nilai dari perusahaan sehingga semakin lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan. Sedangkan pada data *underinvestment* terdapat dua proksi yang signifikan. Pertama jenis kelamin berpengaruh positif terhadap *underinvestment* dan kinerja direktur utama berpengaruh negatif. Direktur utama wanita akan cenderung tidak berlebihan dalam berinvestasi, dijelaskan dalam penelitian Hernandez-Nicolas et al (2015) dan (Huang & Kisgen, 2013) bahwa direktur wanita cenderung untuk menghindari risiko terkait pengambilan keputusan perusahaan salah satunya dalam berinvestasi. Menurut hasil dari penelitian Goel & Thakor (2008) manajer yang kurang percaya diri terhadap kinerjanya akan mengurangi jumlah investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dibanding manajer yang terlalu percaya diri dan melakukan investasi yang terlalu berlebihan. Pada penelitian oleh Ju, Leland, & Senbet (2002) menjelaskan bahwa manajer yang menghindari risiko akan memilih investasi yang lebih sedikit karena menghindari risiko walaupun investasi tersebut akan meningkatkan ukuran perusahaan sehingga menjadikan perusahaan semakin kekurangan investasi.

Hasil lain pada variabel yang berbeda menunjukkan hal yang menarik, di mana variabel *leverage* dan ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap efisiensi investasi. Hal ini sejalan dengan penelitian Kuroda, Moralles, & de Albuquerque, (2019) dan Mondosha & Majoni (2018) yang menyatakan bahwa leverage

keuangan berpengaruh negatif terhadap keputusan atau tingkat investasi perusahaan sehingga semakin tinggi tingkat leverage keuangan perusahaan maka akan semakin rendah investasi dan dapat membuat jumlah investasi yang dilakukan menjadi semakin efisien (tidak berlebih). Hutang memaksa perusahaan untuk memikirkan dalam penggunanan modal yang dimiliki karena ditakutkan adanya gagal bayar karena kesalahan dalam berinvestasi, hal ini sesuai dengan penelitian oleh (Hanazaki & Liu, 2007).

4.5.4 Pengaruh Efek Mediasi Pembiayaan Internal antara *Managerial Overconfidence* dan Efisiensi Investasi

Berdasarkan uji regresi Model 4, variabel pembiayaan internal berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi akan tetapi variabel *managerial overconfidence* tidak berpengaruh signifikan. Sehingga pengaruh efek mediasi pembiayaan internal tidak terjadi dan oleh karena itu hipotesis empat ditolak. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian He, et al (2019) yang menunjukkan hasil bahwa variabel pembiayaan internal memberikan efek mediasi terhadap *managerial overconfidence*. Kemungkinan hal ini tidak terjadi seperti hipotesis dikarenakan pada uji langsung tanpa mediasi antara *managerial overconfidence* dan efisiensi investasi tidak terjadi pengaruh yang signifikan. Dilakukan pengecekan pula pada sampel *overinvestment* dan *underinvestment*, variabel pembiayaan internal tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap efisiensi investasi. Sehingga hipotesis empat benar-benar ditolak pada kondisi apa pun.

4.5.5 Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Efisiensi Investasi

Berdasarkan uji regresi Model 5, hasil menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan berpengaruh signifikan terhadap efisiensi investasi. Hal ini dilihat berdasarkan dua proksi yang memiliki signifikansi di bawah 10%. Pertama variabel jumlah dewan direksi berpengaruh positif signifikan yang mengindikasikan bahwa semakin besar jumlah dewan direksi dalam satu perusahaan akan lebih meningkatkan nilai IE (efisiensi investasi), yang mendorong adanya investasi berlebih atau bahkan kurangnya investasi. Hasil ini sejalan dengan penelitian (Chen, Sung, & Jingjing, 2017) yang menjelaskan bahwa terlalu banyak jumlah dewan direksi menyebabkan konflik kepentingan sehingga proses pengambilan

keputusan perusahaan terutama investasi menjadi tidak terfokus sehingga dapat menyebabkan inefisiensi investasi Sedangkan pada proksi kedua yaitu direktur independen berpengaruh negatif signifikan yang berarti semakin banyak jumlah direktur independen membuat perusahaan semakin efisien dalam berinvestasi. Hal ini sejalan dengan penelitian oleh Chen et al (2017) dan Chen & Chen (2017) yang menyatakan bahwa dualitas kepemimpinan, rapat direksi dan direktur independen berpengaruh dalam keputusan investasi sehingga semakin tinggi nilainya maka tingkat efisiensi investasi akan semakin besar.

Direktur independen bukan merupakan bagian dari anggota keluarga sehingga memiliki perbedaan kepentingan antara direktur independen dengan direktur yang memiliki hubungan keluarga, hal ini sesuai dengan teori agensi. Akan tetapi dengan adanya direktur independen dapat membuat perusahaan berjalan sesuai dengan tata kelola perusahaan yang baik. Sehingga keputusan yang diambil direktur independen dapat memberikan hasil yang membuat tingkat investasi sesuai dengan harapan perusahaan. Pada keputusan hipotesisnya bahwa tata kelola perusahaan di proksikan oleh jumlah direktur independen berpengaruh negatif terhadap efisiensi berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi sehingga hipotesis 5 diterima.

4.6 Uji *Robustness* Pembiayaan Internal sebagai Moderator

Pengujian *robustness* penelitian untuk efek moderasi variabel pembiayaan internal antara *managerial overconfidence* dengan efisiensi investasi. Tujuan dari pengujian ini adalah melihat adanya efek *moderating* oleh pembiayaan internal terhadap variabel independen *managerial overconfidence* dan variabel dependen efisiensi investasi. Model yang digunakan dalam cek *robustness* adalah sebagai berikut :

$$IE = \beta_0 + \beta_1 EDU_{i,t} + \beta_2 EXP_{i,t} + \beta_3 GEN_{i,t} + \beta_4 PERF_{i,t} + \beta_5 Intern_{i,t} + \beta_1 EDUX_{i,t} + \beta_2 EXPX_{i,t} + \beta_3 GENX_{i,t} + \beta_4 PERFX_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 Q_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t-1} + \beta_9 ROA_{,t} + \beta_{10} EPS_{i,t} + \beta_{11} CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan :

Tabel 4 18 Keterangan Variabel Moderasi

EDUX : EDU x Intern	GENX : GEN x Intern
EXPX : EXP x Intern	PERFX: PERF x Intern

Hasil dari pengujian tersebut menunjukkan bahwa nilai moderasi pembiayaan internal x *managerial overconfidence* proksi EDUX dan EXPX berpengaruh negatif signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *managerial overconfidence* memberikan pengaruh negatif terhadap efisiensi investasi yang diperkuat oleh pembiayaan internal. Manajer yang terlalu percaya diri dengan adanya penggunaan pembiayaan internal membuat tingkat investasi menjadi lebih rendah yang mengarahkan pada investasi yang efisien. Hal ini sejalan dengan penelitian He et al (2019) bahwa dalam kondisi manajer yang terlalu percaya diri akan mendorong penggunaan pembiayaan internal dan membuat perusahaan akan memilah di kegiatan investasi mereka yang akhirnya akan membuat proses investasi menjadi semakin efisien. Kecenderungan nilai IE semakin kecil menandakan perusahaan semakin efisien dalam berinvestasi.

Tabel 4 19 Hasil *Robustness* Moderator Pembiayaan Internal

Variabel Independen	*Robustness* Efisiensi Investasi	
	Koefisien (β)	*p-value*(α)
EDU	0.0106	0.314
EXP	-0.0005	0.985
GEN	0.0237	0.596
PERF	0.0856	0.547
INTERN	0.4558	0.000***
EDUX	-0.0478	0.000***
EXPX	-0.1086	0.019**
GENX	-0.0525	0.461
PERFX	0.0468	0.622
SIZE	-0.0053	0.503
Q	0.0012	0.482
LEV	-0.0317	0.406
ROA	-0.6477	0.000***
EPS	0.00001	0.302
CF	-0.0343	0.777

Sumber: data diolah oleh peneliti, 2019

4.7 Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil penelitian ini, ada beberapa hal yang dapat dijadikan referensi bagi perusahaan terkait dengan kepercayaan diri direktur utama, pembiayaan internal, tata kelola perusahaan dan efisiensi investasi.

Berdasarkan hasil temuan bahwa perusahaan yang IPO sebelum tahun 2009 memilih untuk menggunakan pembiayaan internal dalam hal pembiayaan perusahaan untuk menghindari adanya hutang yang tinggi. Perusahaan memiliki opsi dalam memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Pembiayaan internal dapat menjadi salah satu opsi untuk mengatasi kekurangan modal perusahaan dan pembiayaan internal dapat digunakan pada saat-saat kritis adanya krisis ekonomi atau kondisi ekonomi lainnya yang membuat biaya pinjaman pada bank atau institusi keuangan lainnya menjadi tinggi.

Pada perusahaan keluarga manajer yang terlalu percaya diri lebih menyukai menggunakan pembiayaan internal karena hal tersebut mudah dikendalikan tanpa adanya intervensi dari luar seperti halnya hutang atau penempatan saham yang mengharuskan memikirkan kondisi eksternal. Sehingga kecenderungan pemilihan pembiayaan internal oleh manajer yang terlalu percaya diri dapat membuat investasi berlebihan atau bahkan kurang sehingga terjadi inefisiensi investasi. Manajerial dapat mencegah tingginya tingkat *leverage* keuangan dengan mengandalkan pembiayaan internal yang dinilai lebih murah dan mudah di kontrol.

Dalam kondisi tanpa adanya intervensi manajer terlalu percaya diri atau tidak, pembiayaan internal dapat menjadi faktor pemicu perusahaan akan menggunakan dana tersebut sebagai modal pendanaan investasi perusahaan. Perusahaan dituntut untuk berhati-hati dengan penggunaan laba ditahan sebagai sumber pendanaan karena dapat menyebabkan kelebihan atau kekurangan investasi yang berujung inefisiensi investasi. Hal ini dimungkinkan karena ketika menggunakan pendanaan internal, perusahaan tidak memiliki tanggungan beban seperti menggunakan pendanaan hutang atau ekuitas saham.

Perusahaan keluarga dengan manajer yang terlalu percaya diri berakibat timbulnya investasi yang tidak seusai dengan harapan perusahaan. Inefisiensi investasi dapat berbentuk kelebihan atau kekurangan investasi. Sehingga dewan komisaris harus dapat mengontrol dewan direksi untuk bekerja sesuai dengan tujuan perusahaan dan tidak memperburuk kondisi nilai perusahaan. Tingkat pendidik dapat menjadi salah satu kriteria bagi dewan direksi untuk memilih direktur utama, karena dengan pendidikan yang baik maka mereka akan menjadi lebih efisien dalam berinvestasi. Bagi perusahaan dengan kondisi *underinvestment*

pemilihan direktur utama yang berjenis kelamin laki-laki dapat mendorong perusahaan untuk lebih giat berinvestasi. Hal ini dapat menjadi salah satu kriteria dewan komisaris untuk memilih direktur utama atau dewan direksi lainnya.

Perusahaan keluarga di Indonesia diharuskan menjaga keseimbangan antara penggunaan dana internal dan dana eksternal agar efisiensi investasi perusahaan meningkat. Perusahaan dapat menggunakan pembiayaan internal ketika rasio hutang terhadap aset mencapai angka 35% atau rasio DER berada di atas 90% (Kasmir, 2008). Akan tetapi bila masih di bawah itu tidak masalah menggunakan hutang karena mengantisipasi kelebihan investasi akibat penggunaan pendanaan internal. Jajaran komisaris perusahaan memiliki peran untuk mengendalikan jajaran dewan direksi perusahaan untuk tidak berjumlah berlebihan agar tidak terlalu banyak kepentingan yang dibawa sehingga mengganggu efisiensi investasi perusahaan. Dan perusahaan sebaiknya memiliki proporsi dewan direksi independen dalam satu jajaran direksi perusahaan agar terdapat lebih beragam pandangan dan memacu perusahaan berjalan sesuai tata kelola perusahaan yang baik.

Kondisi perusahaan dengan manajerial yang terlalu percaya diri perlu dimotivasi untuk memilih menggunakan pembiayaan internal dari pada hutang untuk keperluan penambahan modal investasi perusahaan. Penggunaan pembiayaan internal pada manajer yang terlalu percaya diri akan mengarahkan pada investasi yang efisien sehingga dapat menambahkan nilai dari perusahaan.

Tabel 4 20 Implikasi Manajerial

Hasil Temuan	No.	Implikasi	Sasaran
Pemanfaatan pembiayaan internal bagi perusahaan	1	Perusahaan dapat menggunakan pembiayaan internal sebagai alternatif pendanaan dikala adanya ketidakpercayaan pihak eksternal terhadap kondisi perusahaan (hutang & saham) atau dikala adanya krisis ekonomi yang membuat suku bunga pinjaman naik	Perusahaan Keluarga
Managerial Overconfidence berpengaruh positif terhadap pembiayaan internal	2	Manajer yang terlalu percaya diri dapat menggunakan pembiayaan internal sebagai sumber pendanaan agar mengurangi penggunaan hutang berlebih.	Dewan Direksi
Managerial Overconfidence berpengaruh positif tidak signifikan	3	Dewan komisaris harus dapat mengontrol direksi perusahaan agar berjalan sesuai dengan tujuan perusahaan agar tidak membuat nilai perusahaan menjadi buruk.	Dewan Komisaris

Hasil Temuan	No.	Implikasi	Sasaran
terhadap efisiensi investasi		Meningkatkan penerapan *good corporate governance*	
Tingkat pendidikan direktur utama berpengaruh negatif terhadap *overinvestment*	4	Dewan komisaris perusahaan ke depannya dalam pemilihan direktur utama atau dewan direksi berdasarkan tingkat pendidikan yang lebih tinggi	Dewan Komisaris
Jenis kelamin direktur utama berpengaruh positi f signifikan terhadap *underinvestment*	5	Pemilihan direktur utama laki-laki cenderung lebih meningkatkan keputusan investasi perusahaan, sehingga cocok bagi perusahaan yang mengalami *underinvestment*	Dewan Komisaris
Pembiayaan Internal berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi	6	Perusahaan dapat menggunakan pembiayaan internal ketika rasio hutang terhadap aset mencapai angka 35% atau rasio DER berada di atas 90%. Akan tetapi	Perusahaan Keluarga
Leverage keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap efisiensi investasi	7	bila masih di bawah itu tidak masalah menggunakan hutang karena mengantisipasi kelebihan investasi akibat penggunaan pendanaan internal	
Jumlah Dewan Direksi berpengaruh positif signifikan terhadap efisiensi investasi	8	Jajaran komisaris perusahaan diharapkan menjaga jumlah dewan direksi tidak terlalu berlebihan karena dapat menyebabkan keputusan investasi menjadi berlebihan atau malah kurang. Minimal 3 anggota dewan direksi.	Dewan Komisaris
Jumlah direktur independen berpengaruh negatif signifikan terhadap efisiensi investasi	9	Perusahaan harus menyesuaikan proporsi keberadaan direktur independen dalam satu jajaran direksi guna mendapatkan pandangan yang lebih beragam dan berjalan sesuai tata kelola perusahaan yang baik. Minimal 1 direktur independen.	Perusahaan Keluarga
Managerial overconfidence berpengaruh signifikan negatif terhadap efisiensi investasi akibat moderasi pembiayaan internal	10	Memotivasi manajer yang terlalu percaya diri untuk menggunakan pembiayaan internal dari pada hutang untuk keperluan penambahan modal investasi perusahaan agar tidak terjadi kelebihan investasi atau kekurangan investasi	Perusahaan Keluarga

Sumber: data diolah oleh peneliti, 2020

BAB V
KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai kesimpulan dan saran berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan. Selain itu, bab ini dapat dijadikan sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan perusahaan keluarga.

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh *managerial overconfidence*, pembiayaan internal dan tata kelola perusahaan terhadap efisiensi investasi. Penelitian ini menggunakan objek penelitian berupa 153 perusahaan keluarga non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Runtutan waktu data yang diambil adalah dari tahun 2009 hingga 2018 dan diolah menggunakan regresi panel data. Penelitian ini menggunakan 5 model yang berbeda sehingga tiap model memiliki model regresi yang berbeda pula. Model regresi yang digunakan adalah *fixed effect model* (FEM), *random effect model* (REM) dan *common effect model* (CEM) di mana model CEM menggunakan penduga Driscoll & Krayy karena terdapat permasalahan heteroskedastisitas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer yang terlalu percaya diri memilih menggunakan pembiayaan internal dikarenakan mudah dikontrol dan tanpa biaya. Akan tetapi pembiayaan internal dapat menyebabkan perusahaan semakin tidak efisien dalam berinvestasi. Namun kondisi tertentu di mana ketika manajer yang terlalu percaya diri memilih pembiayaan internal dapat mengarahkan pada investasi yang efisien sehingga perusahaan dapat mendorong manajer yang terlalu percaya diri untuk mengutamakan pembiayaan internal.

Perusahaan keluarga dalam pemilihan direktur harus mempertimbangkan berbagai hal sepertinya jenis kelamin dan tingkat pendidikan karena dapat mempengaruhi tingkat efisiensi investasi perusahaan. Tingkat pendidikan yang tinggi dapat menambah pengetahuan bagi direksi sehingga akan semakin berhati-hati saat mengambil keputusan investasi. Sedangkan manajer laki-laki cocok ditempatkan pada perusahaan yang mengalami kekurangan investasi karena akan

mendorong terjadinya investasi. Dewan komisaris sebagai pengawas dewan direksi diharapkan lebih mempertimbangkan jajaran direksi yang tidak terlalu berlebihan dan memberikan proporsi direktur independen sehingga dapat memberikan pandangan yang lebih beragam dan menjalankan tata kelola perusahaan dengan baik.

5.2 Saran

Saran diberikan berdasarkan hasil penelitian yang ditujukan sebagai bentuk rekomendasi bagi peneliti selanjutnya, perusahaan dan pemerintah.

5.2.1 Saran Bagi Peneliti Selanjutnya

1. Menggunakan pengukuran lain untuk variabel *managerial overconfidence* sehingga dapat mempresentasikan lebih baik lagi
2. Menggunakan objek penelitian selain perusahaan keluarga atau membandingkan perusahaan keluarga dan bukan perusahaan keluarga. Bisa juga membandingkan dengan perusahaan pemerintah.
3. Menggunakan data panel seimbang sehingga mendapatkan hasil penelitian yang lebih baik
4. Melihat pengaruh kelompok industri untuk mengetahui kondisi efisiensi investasi pada beberapa industri agar hasil lebih representatif.
5. Menambahkan pengukuran nilai penuh ukuran investasi selain dengan nilai residual investasi

5.2.2 Saran Bagi Perusahaan

1. Perusahaan keluarga dapat mengendalikan struktur dewan direksi agar disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan bukan karena adanya kepentingan tertentu.
2. Penggunaan laba ditahan sebagai pendanaan internal bisa digunakan bila rasio utang sudah terlalu tinggi
3. Perusahaan harus mengantisipasi manajer yang terlalu percaya diri agar tetap berjalan sesuai tujuan perusahaan
4. Perusahaan harus mengendalikan jumlah investasi yang dilakukan baik dalam aset produksi atau aset kepemilikan lainnya agar sesuai dengan harapan perusahaan.

5. Perusahaan perlu memikirkan tingkat pendidikan dan jenis kelamin dalam pemilihan direktur utama dan dewan direksi lainnya.

5.2.3 Saran Bagi Pemerintah

1. Otoritas Jasa Keuangan membuat peraturan terkait proporsi direktur independen dalam satu jajaran direksi perusahaan
2. Otoritas Jasa Keuangan membuat peraturan terkait kebijakan bahwa perusahaan harus mengeluarkan prediksi pendapatan perusahaan pada tahun mendatang.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu proksi variabel dan sampel penelitian. Proksi variabel *managerial overconfidence* dalam penelitian ini merupakan proksi yang tidak umum digunakan dalam mengukur variabel tersebut. Terdapat proksi perkiraan pendapatan yang dapat digunakan untuk variabel *managerial overconfidence*. Akan tetapi pada kondisi perusahaan di Indonesia tidak bisa dilakukan karena ketersediaan data yang minimum. Kemudian sampel data yang digunakan hanya pada perusahaan keluarga dengan multi sektor. Untuk memperluas dan memperbagus hasil penelitian dapat mengambil hanya satu sektor saja atau membandingkan perusahaan pemerintah dan perusahaan swasta. Hal tersebut dapat dilakukan agar hasil penelitian lebih representatif.

(halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR PUSTAKA

Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance - An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance, 14*, 431-445. doi:10.1016/j.jcorp

Ariefianto. (2012). *Ekonometrika Esensi dan Aplikasi dengan Menggunakan Eviews.* Jakarta: Erlangga.

Asian Development Bank. (2017). *`Asean Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2015.* Mandaluyong: Asian Development Bank. doi:http://dx.doi.org/10.22617/TCS178983-2

Astrachan, J. H., & Shanker, M. C. (2003). Family businesses' contribution to the US economy: A closer look. *Family business review*, 211-219.

Badan Pusat Statistik. (2000-2017). *Publikasi Online.* Jakarta: Badan Pusat Statistik.

Badan Pusat Statistik. (2019). *Incremental Capital Output Ratio (ICOR)*. Diambil kembali dari Badan Pusat Statistik: https://sirusa.bps.go.id/sirusa/index.php/indikator/856

Baker, M., & Wurgler, J. (2000). The Equitu Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. *The Journal of Finance, 55*(5), 2219-2257.

Balafas, N., & Florackis, C. (2014). CEO compensation and future shareholder returns: Evidence from the London Stock Exchange. *Journal of Empirical Finance, 27*, 97-115.

Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis : Dilengkapi Aplikasi SPSS & EVIEWS.* Depok: PT Rajagrafindo Persada.

Bates, T. (2005). Asset Sales, Investment Opportunities and the Use of Proceeds. *Journal of FInance*, 110-135.

Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007). Managerial Overconfidence and Corporate Policies. *Nber Working Papers*. doi:10.3386/w13711

Benjamin, E. H., & Michael, S. W. (2017). *The Handbook of The Economics of Corporate Governance* (Vol. I). Oxford: North-Holland.

Betrand, M., & Schoar, A. (2006). The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspective*, 73-96.

Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics & Business, 59*(5), 358-279.

Chen, G., Firth, M., Gao, D. N., & Rui, O. M. (2006). Ownership structure, corporate governance, and fraud: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 424-448.

Chen, I.-J., & Chen, S.-S. (2017). Corporate Governance and the Investment Efficiency of Diversified Corporate Asset Buyers. *Journal of Applied Corporate Finance, 29*(1), 99-114. Diambil kembali dari https://doi.org/10.1111/jacf.12224

Chen, J. J., & Zhang, H. (2012). The impact of the corporate governance code on earnings management-evidence from Chinese listed companies. *European Financial Management*, 592-632.

Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance, 43*, 86-105. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001

Chen, N., Sung, H.-C., & Jingjing, Y. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese Listed FIrms. *Pacific Accounting Review, 29*(3), 266-282.

Core , J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors expectation. *The Journal of Finance*, 655-687.

Cremes, K. J., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 2859-2894.

Dashtbayaz, M. L., & Mohammadi, S. (2016). The effect of managerial overconfidence on firm value: evidence from companies listed in Tehran stock Exchange. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 32-35. doi:10.14419/ijaes.v4i1.5818

Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO Overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 440-463.

Doukas, J. A., & Petmezas, D. (2007). Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias. *European Financial Management, 13*(3), 531-577.

Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015). Managerial Overconfidence and Audit Fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 148-165. Diambil kembali dari http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2015.05.001.

Ghozali, I. (2009). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS.* Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariet Dengan Program SPSS 23* (8th ed.). Semarang: Badan Penelitian Universitas Diponegoro.

Gill, A., Sharman, S. P., Mand, H. S., & Mathur, N. (2012). The relationship between corporate governance and the investment decision of small business firms in India. *Journal of Finance and Investment Analysis, 1*(2), 41-59.

Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection and corporate governance. *Journal of Finance*, 2737-2784.

Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO Selection and Corporate Governance. *Journal of Finance, 63*(6), 2737-2784. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01412.x

Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Nankai Business Review*, 187-243.

Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* (4th ed.). New York: McGraw-Hill.

Hall, S. C. (2002). Predicting Financial Distress. *Journal of Financial Service Professionals*.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *The Academy of Management Review, 9*(2), 193-206.

Hanazaki, M., & Liu, Q. (2007). Corporate governance and investment in East Asian firm : Empirical analysis of familu-controlled firms. *Journal of Asian Economics, 18*(1). doi:10.1016/j.asieco.2006.12.003

Hartono, J. (2016). *Metodologi Penelitian Bisnis Edisi 6.* Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 201-210. doi:https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.09.010

Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 33-45.

Hernandez-Nicolas, C. M., Marin-Ugedo, J. F., & Minguez-Vera, A. (2015). The influence of gender on financial decisions: Evidence from small start-up firms in Spain. *Business Administration and Management, 18*(4), 93-107.

Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal, 7*(3), 281-312.

Hribar, B. P., & Yang, H. (2016). CEO Overconfidence and Management Forecasting. *Contempory Accounting Research, 33*(1), 204-227.

Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics, 108*(3), 822-839. doi:10.1016/j.jfineco.2012.12.005

Hubbard, R. G. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature, 36*(1), 193-225.

Imelda. (2015). *Analisis Tingkat Efisiensi Investasi (ICOR) dan Hubungannya Dengan Pertumbuhan Ekonomi Sumatera Selatan.* Palembang: Universitas Sriwijaya.

Indo Premier. (2019, Februari 07). *Ipot News*. Diambil kembali dari Rasio ICOR Tinggi, Investasi di Indonesia Kurang Efisien: https://www.indopremier.com/ipotnews/newsDetail.php?jdl=Rasio_ICOR_Tinggi__Investasi_di_Indonesia_Kurang_Efisien&news_id=101285&group_news=IPOTNEWS&news_date=&taging_subtype=ECONOMICS&name=&search=y_general&q=ICOR,%20efisiensi%20ekonomi,&halaman=1

Jakarta Consulting Group. (2004, Agustus 20). *Jakarta Consulting.* Diambil kembali dari Family Business: http://www.jakartaconsulting.com/publications/articles/familybusiness/family-business-3

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review, 76*(2), 323-329. Diambil kembali dari https://www.jstor.org/stable/1818789

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

Jhingan, M. (2007). *Ekonomi Pembangunan dan Perencanaan.* Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.

Jiang, F. X., Yin, Z. H., Su, F., & Huang, L. (2009). Managerial Background Traits and Corporate Overinvestment. *Management World*, 130-139.

Ju, N., Leland, H. E., & Senbet, L. W. (2002). Options, Option Repricing and Severance Packages in Managerial Compensation: Their Effects on Corporate Risk. 35. doi:10.2139/ssrn.346920

Kasmir. (2008). *Analisis Laporan Keuangan.* Jakarta: Raja Grafindo Persada.

Kato, T., & Long, C. (2006). "CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 796-817.

Kuroda, A., Moralles, H. F., & de Albuquerque, A. A. (2019). The effect of financial leverage and debt maturity on the investments of Brazilian electronic sector comapnies. *Review Business Management, 12*(3), 563-581. doi: 10.7819/rbgn.v21i3.4004

Landier, & Thesmar. (2005). Financial Contracting with Optimistic Entreoreneurs: Theory and Evidence. *Working Paper*.

Lichtenstein, S., & Fischhoff, B. (1977). Do those who know more also know more about how much they know? *Organizational Behavior and Human Performance, 20*(2), 159-183.

Lin, C., Ma, Y., & Su, D. (2009). Corporate governance and firm efficiency: evidence from China's publicly listed firms. *Managerial and Decision Economics*, 193-209.

Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 2661-2700. Diambil kembali dari http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x.

Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*, 1687-1733.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review, 48*(3), 261-297.

Moez, E. G., & Amina, Z. (2018). Overinvestment of Free Cash Flow and Manager's Overconfidence. *International Business Research, 11*(3), 48-57. doi:10.5539/ibr.v11n3p48

Mondosha, M., & Majoni, A. (2018). The impact of leverage on investment decisions for South African firms with different growth opportunities. *Journal of Economic and Financial Science, 11*(1), 192-206. doi:http://dx.doi.org/10.4102/jef.v11i1.192

Mulyani , E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 16-29. Diambil kembali dari https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.004

Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics, 5*, 146-175.

Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of FInance*, 575-592.

Nekby, L., Thoursie, P. S., & Vahtrik, L. (2008). Gender and self-selection into a competitive environment: Are women more overcondent than men? *Economics Letters, 100*(3), 405-407.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2001). Corporate Cash Holdings. *Journal of Applied Corporate Finance, 14*(1), 55-66. doi:https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00320.x

Poza, E. J. (2007). *Family Business.* USA: Thomson South-Western.

PricewaterhouseCoopers. (2014). *Survey Bisnis Keluarga.* Jakarta: PwC Indonesia.

PricewaterhouseCoopers. (2018). *Family Business Survey 2018 (Indonesia Report).* Jakarta: Price Waterhouse and Coopers.

PricewaterhouseCoopers. (2019). *22nd Annual Global CEO Survey : CEOs' curbed confidence spells caution.* London: PwC. Diambil kembali dari https://www.pwc.com/gx/en/ceo-agenda/ceosurvey/2019/id

Rakhmayil, S., & Yuce, A. (2013). Executive qualification and firm value. *Journal of Applied Business and Economics, 14*(5), 52-70.

Rakhmayil, S., & Yuce, A. (2013). Executive qualification and firm value. *Journal of Applied Business and Economics, 14*(5), 52-70.

Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal, 12*(2), 155-160.

Renneboog, L., Simons, T., & Wright, M. (2007). Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*, *13*(4), 591-628.

Richardson, S. A. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 159-189. doi:10.1007/s11142-006-9012-1

Saeno. (2016). *SURVEI GLOBAL PwC: Rencana Bisnis Keluarga di Asia Pasifik Paling Ambisius. Termasuk Indonesia*. Diambil kembali dari Finansial Bisnis: http://finansial.bisnis.com/read/20161104/9/599138/survei-global-pwc-rencana-bisnis-keluarga-di-asia-pasifik-paling-ambisius.-termasuk-indonesia

Schein, E. H. (1983). The role of the founder in creating organizational culture. *Organizational Dynamics, 12*(1), 13-28.

Schumpeter, J. A. (1942). Cost and demand functions of the individual firm. *The American Economic Review, 32*, 349-350. Diambil kembali dari http://www.jstor.org/stable/1815132

Setianto, R. H., & Sari, P. K. (2017). Perusahaan Keluarga dan Kebijakan Dividen di Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 107-118. doi:https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art1

Shahid, S. M., & Abbas, M. (2019). Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India. *Journal of Economics and Business*, 105839.

Shanker, M. C. (1996). Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy—A framework for assessing family business statistics. *Family business review,*, 107-123.

Shleifer, A., & Vishny, S. (1989). Management entrenchment: the case of manager-specific investment. *FInancial Economics, 25*(1), 123-139. doi:10.1016/0304-405X(89)90099-8

Singam, K. (2003). Corporate governance in Malaysia. *Bond Law Review*, 13.

Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics, 26*, 3-27.

Sugiyono. (2014). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D.* Bandung: Alfabeta.

Sulaiman, W. (2004). *Analisis Regersi Menggunakan SPSS : Contoh Kasus & Pemecahannya.* Yogyakarta: Andi Offset.

Susanto, A. B., Wijanarko, H., Susanto, P., & Mertosono, S. (2010). *The Jakarta Consulting Group on Family Business.* Jakarta.

Tan, C. (2013). *Overconfidence of Executives in State-controlled Listed Companies and Expansion of Public Investment Performance.* Hainan University.

Ting, I. W., Azizan, N. A., & Kweh, Q. L. (2015). Upper Echelon Theory Revisited: The Relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision. *Procedia - Social and Behavioral Sciences, 195*, 686-694.

Ting, I. W., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance, 12*(1), 4-24.

Wahjono, S. I., Mariana, A., Maro'ah, S., & Widayat. (2018). *Pengantar Bisnis (Petama).* Jakarta: Orenadamedia group.

Ward, J. L., & Aronoff, C. E. (2002). *Just What is A Family Business, Family Business Scorebook.* Marietta: Family Enterprise Publisher.

Wei, J., Min , X., & Jiaxing, Y. (2011). Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms: Analysis based on China's listed companies. *China Finance Review International, 1*(3), 262-279.

Xiao, L., & Zhou, A. (2017). The Impact of Managers Overconfidence on Corporate Investment. *International Journal of Science and Humanity*, *7*(2), 109-114. Diambil kembali dari https://doi.org/10.1002/jls.20072

Xin, Q. Q., Lin, B., & Wang, Y. C. (2007). Government Control, Executive Compensation and. *Economic Research Journal*, 110-122.

Ying, H., CIndy, C., & Yue, H. (2019). Managerial Overconfidence, Internal FInancing and Investment Efficiency : Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 501-510.

Zahorodniy, A. H., Voznyuk, H. L., & Smoyezhenko, T. S. (t.thn.). *Financial Dictionary* (4th ed.). Ukraine: Bank National of Ukraine.

Zhang, M., Wang, C. F., & Jiang, F. X. (2010). Is the Allocation of Credit Resources in China Efficient? Empirical Evidence from the view of Chinese Listed Companies‘ Investment Efficiency. *South China Journal of Economics*, 61-71.

(halaman ini sengaja dikosongkan)

LAMPIRAN

Lampiran 1 Sampel Data Perusahaan Keluarga

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor
1	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
2	ADRO	ADARO ENERGY Tbk	Mining
3	AKPI	Argha Karya Prima Ind. Tbk	Basic Industry And Chemicals
4	AKRA	AKR Corporindo Tbk	Trade, Services & Investment
5	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk	Basic Industry And Chemicals
6	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya Tbk	Trade, Services & Investment
7	APLI	Asiaplast Industries Tbk	Basic Industry And Chemicals
8	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	Infrastructure, Utilities and Transportation
9	ARNA	Arwana Citramulia Tbk	Basic Industry And Chemicals
10	ARTA	Arthavest Tbk	Trade, Services & Investment
11	ARTI	Ratu Prabu Energi Tbk	Mining
12	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
13	BKDP	Bukit Darmo Property Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
14	BLTA	Berlian Lajut Tangker Tbk	Basic Industry And Chemicals
15	BRAM	Indo Kordsa Tbk	Miscellaneous Industry
16	BRNA	Berlina Tbk	Basic Industry And Chemicals
17	BRPT	Barito Pacific Tbk	Basic Industry And Chemicals
18	BSDE	PT Bumi Serpong Damai Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
19	BTEK	Bumi Teknokultura Unggul Tbk	Consumer Goods Industry
20	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk	Basic Industry And Chemicals
21	BYAN	Bayan Resources Tbk	Mining
22	CLPI	Colorpak Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
23	CNTX	Centex Tbk	Micellaneous Industry
24	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
25	CTBN	Citra Tubindo Tbk	Basic Industry And Chemicals
26	CTRA	Ciputra Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
27	CTTH	Citatah Tbk	Mining
28	DART	Duta Anggada Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
29	DILD	Intiland Development Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
30	DNET	Indoritel Makmur Internasional Tbk	Trade, Services & Investment
31	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk	Basic Industry And Chemicals
32	DSFI	Dharma Samudera Fishing Ind. Tbk	Agriculture
33	DSSA	Dian Swastatika Sentosa Tbk	Mining

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor
34	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
35	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk	Miscellaneous Industry
36	EKAD	Ekadharma International Tbk	Basic Industry And Chemicals
37	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
38	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk	Basic Industry And Chemicals
39	FMII	Fortune Mate Indonesia Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
40	FORU	Fortune Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
41	FREN	Smartfren Telecom Tbk	Infrastructure, Utilities and Transportation
42	GDST	Gunawan Dianjaya Steel Tbk	Basic Industry and Chemicals
43	GGRM	Gudang Garam Tbk	Consumer Goods Industry
44	GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
45	GZCO	Gozco Plantations Tbk	Agriculture
46	HDTX	Panasia Indo Resources Tbk	Miscellaneous Industry
47	HMSP	HM Sampoerna Tbk	Consumer Goods Industry
48	ICON	Island Concepts Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
49	IIKP	Inti Agri Resources Tbk	Consumer Goods Industry
50	IKAI	Intikeramik Alamasri Industri Tbk	Basic Industry And Chemicals
51	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk	Basic Industry And Chemicals
52	INCI	Intanwijaya Internasional Tbk	Basic Industry And Chemicals
53	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	Consumer Goods Industry
54	INDR	Indorama Synthetics Tbk	Miscellaneous Industry
55	INDS	Indospring Tbk	Trade, Services & Investment
56	INTA	Intraco Penta Tbk	Trade, Services & Investment
57	INTD	Inter-Delta Tbk	Trade, Services & Investment
58	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	Mining
59	JECC	Jembo Cable Company Tbk	Miscellaneous Industry
60	JKSW	Jakarta Kyoei Steel Works Tbk	Basic Industry And Chemicals
61	JPFA	JAPFA Comfeed Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
62	JSPT	Jakarta Setiabudi Internasional Tbk	Trade, Services & Investment
63	KBLM	Kabelindo Murni Tbk	Miscellaneous Industry
64	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk	Consumer Goods Industry
65	KIAS	Keramika Indonesia Assosiasi Tbk	Basic Industry And Chemicals
66	KICI	Kedaung Indah Can Tbk	Consumer Goods Industry
67	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
68	KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk	Mining
69	KLBF	Kalbe Farma Tbk	Consumer Goods Industry
70	KONI	Perdana Bangun Pusaka Tbk	Trade, Services & Investment
71	KPIG	MNC Land Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
72	LION	Lion Metal Works Tbk	Basic Industry And Chemicals

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor
73	LMAS	Limas Indonesia Makmur Tbk	Trade, Services & Investment
74	LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk	Consumer Goods Industry
75	LMSH	Lionmesh Prima Tbk	Basic Industry And Chemicals
76	LPCK	Lippo Cikarang Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
77	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk	Trade, Services & Investment
78	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
79	LPLI	Star Pacifix Tbk	Trade, Services & Investment
80	LPPF	Matahari Department Store Tbk	Trade, Services & Investment
81	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk	Agriculture
82	LTLS	PT Lautan Luas Tbk	Trade, Services & Investment
83	MAIN	Malindo Feedmill Tbk	Basic Industry And Chemicals
84	MAMI	Mas Murni Indonesia Tbk	Trade, Services & Investment
85	MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
86	MDRN	Modern Internasional Tbk	Trade, Services & Investment
87	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	Mining
88	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
89	MLIA	Mulia Industrindo Tbk	Basic Industry And Chemicals
90	MLPL	Multipolar Tbk	Trade, Services & Investment
91	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	Trade, Services & Investment
92	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	Trade, Services & Investment
93	MRAT	Mustika Ratu Tbk	Consumer Goods Industry
94	MTDL	Metrodata Electronics Tbk	Trade, Services & Investment
95	MTSM	Metro Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
96	MYOH	Samindo Resources Tbk	Mining
97	MYOR	Mayora Indah Tbk	Consumer Goods Industry
98	MYRX	Asia Pacific Investama Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
99	MYTX	PT Asia Pacific Investama Tbk.	Miscellaneous Industry
100	NIPS	Nipress Tbk	Trade, Services & Investment
101	OCAP	Onix Capital Tbk	Trade, Services & Investment
102	PANR	Panorama Sentrawisata Tbk	Trade, Services & Investment
103	PBRX	Pan Brothers Tbk	Miscellaneous Industry
104	PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk	Mining
105	PLIN	Plaza Indonesia Realty Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
106	PNSE	Pudjiadi & Sons Tbk	Trade, Services & Investment
107	PSAB	J Resource Asia Pasifik Tbk	Trade, Services & Investment
108	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk	Consumer Goods Industry
109	PTSN	Sat Nusapersada Tbk	Miscellaneous Industry
110	PUDP	Pudjiadi Prestige Tbk	Property, Real Estate And Building Construction

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor
111	PWON	Pakuwon Jati Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
112	PYFA	Pyridam Farma Tbk	Miscellaneous Industry
113	RAJA	Rukun Raharja Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
114	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk	Trade, Services & Investment
115	RBMS	Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
116	RDTX	Roda Vivatex Tbk	Miscellaneous Industry
117	RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk	Miscellaneous Industry
118	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk	Trade, Services & Investment
119	SCCO	Supreme Cable Manufacturing Corporation Tbk	Miscellaneous Industry
120	SCMA	Surya Citra Media Tbk	Trade, Services & Investment
121	SCPI	Merck Sharp Dohme Pharma Tbk	Miscellaneous Industry
122	SHID	Hotel Sahid Jaya Tbk	Trade, Services & Investment
123	SGRO	Sampoerna Agro Tbk	Agriculture
124	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk	Mining
125	SKLT	Sekar Laut Tbk	Consumer Goods Industry
126	SMAR	SMART Tbk	Agriculture
127	SMDR	Samudera Indonesia Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
128	SMRA	PT Summarecon Agung Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
129	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	Trade, Services & Investment
130	SONA	Sona Topas Tourism Industry Tbk	Trade, Services & Investment
131	SRSN	Indo Acidatama Tbk	Basic Industry And Chemicals
132	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
133	SSTM	Sunson Textile Manufacturer Tbk	Miscellaneous Industry
134	SULI	PT SLJ Global Tbk	Basic Industry And Chemicals
135	TCID	Mandom Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry
136	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk	Trade, Services & Investment
137	TIRA	Tira Austenite Tbk	Trade, Services & Investment
138	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk	Agriculture
139	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	Basic Industry And Chemicals
140	TMAS	Pelayaran Tempuran Emas Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
141	TOTL	Total Bangun Persada Tbk	Property, Real Estate And Building Construction
142	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk	Basic Industry And Chemicals
143	TPIA	PT Chandra Asri Petrochemical Tbk	Basic Industry And Chemicals
144	TRAM	Trada Alam Minera Tbk.	Infrastructure, Utilities And Transportation
145	TURI	Tunas Ridean Tbk	Trade, Services & Investment
146	ULTJ	Ultra Jaya Milk Industry Tbk	Consumer Goods Industry
147	UNSP	Bakrie Sumatera Plantation	Agriculture

No	Kode	Nama Perusahaan	Sektor
148	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Consumer Goods Industry
149	UNTR	United Tractors Tbk	Trade, Services & Investment
150	VOKS	Voksel Electric Tbk	Miscellaneous Industry
151	WEHA	PT WEHA Transportasi Indonesia Tbk	Infrastructure, Utilities And Transportation
152	WICO	Wicaksana Overseas International Tbk	Trade, Services & Investment
153	ZBRA	Zebra Nusantara Tbk	Trade, Services & Investment

Lampiran 2 Data Penelitian

Intip.in/datapenelitianaditya

Lampiran 3 Hasil Uji Regresi Model 1 (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1482
Group variable: id                              Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.3029                         Obs per group: min =         4
       between = 0.3325                                        avg =       9.7
       overall = 0.2893                                        max =        10

                                                F(10,1319)         =     57.30
corr(u_i, Xb)  = -0.4515                        Prob > F           =    0.0000
```

INTERN	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.011871	.029005	0.41	0.682	-.0450299	.068772
EXP	.1037173	.0798124	1.30	0.194	-.0528558	.2602904
GEN	-.1313422	.1054687	-1.25	0.213	-.338247	.0755626
PERF	.1990202	.3484057	0.57	0.568	-.4844696	.8825101
SIZE	.2836092	.0256746	11.05	0.000	.2332416	.3339767
Q	.0074688	.003546	2.11	0.035	.0005124	.0144252
LEV	-1.560018	.0815554	-19.13	0.000	-1.720011	-1.400026
ROA	-.1288317	.1523957	-0.85	0.398	-.4277961	.1701327
EPS	.0000472	.0000374	1.26	0.208	-.0000263	.0001207
CF	-.3468056	.3119778	-1.11	0.266	-.9588324	.2652213
_cons	-7.234107	.778458	-9.29	0.000	-8.761258	-5.706956
sigma_u	.62209014					
sigma_e	.53625514					
rho	.57369673	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(152, 1319) =     8.88          Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 4 Hasil Uji Regresi Model 1 (Uji Hausman)

```
Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

             chi2(9) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                     =      125.10
           Prob>chi2 =      0.0000
           (V_b-V_B is not positive definite)
```

Lampiran 5 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 1

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (153)  =    6.9e+06
Prob>chi2 =      0.0000
```

Lampiran 6 Hasil Uji Regresi Driscoll-Kraay Model 1

```
Regression with Driscoll-Kraay standard errors   Number of obs      =      1482
Method: Fixed-effects regression                 Number of groups   =       153
Group variable (i): id                           F( 10,     9)      =   1402.61
maximum lag: 2                                   Prob > F           =    0.0000
                                                 within R-squared   =    0.3029
```

INTERN	Coef.	Drisc/Kraay Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.011871	.0131985	0.90	0.392	-.017986	.041728
EXP	.1037173	.0440426	2.35	0.043	.004086	.2033486
GEN	-.1313422	.022819	-5.76	0.000	-.1829624	-.079722
PERF	.1990202	.1842309	1.08	0.308	-.2177391	.6157795
SIZE	.2836092	.0330931	8.57	0.000	.2087473	.3584711
Q	.0074688	.0074723	1.00	0.344	-.0094347	.0243723
LEV	-1.560018	.4011514	-3.89	0.004	-2.467486	-.6525505
ROA	-.1288317	.4450804	-0.29	0.779	-1.135673	.8780101
EPS	.0000472	.0000258	1.83	0.100	-.0000111	.0001056
CF	-.3468056	.1137311	-3.05	0.014	-.6040833	-.0895278
_cons	-7.234107	.8263408	-8.75	0.000	-9.10342	-5.364794

Lampiran 7 Hasil Uji Regresi Model 2 IE (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1482
Group variable: id                              Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.0571                         Obs per group: min =         4
       between = 0.0005                                        avg =       9.7
       overall = 0.0184                                        max =        10

                                                F(7,1322)          =     11.44
corr(u_i, Xb)  = -0.3760                        Prob > F           =    0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
INTERN	.0407255	.0158671	2.57	0.010	.0095981	.0718529
SIZE	-.0456936	.0152531	-3.00	0.003	-.0756165	-.0157707
Q	.0009501	.0020307	0.47	0.640	-.0030337	.0049339
LEV	-.0600596	.0531056	-1.13	0.258	-.1642401	.0441209
ROA	-.6924742	.0875957	-7.91	0.000	-.8643159	-.5206324
EPS	.0000172	.0000215	0.80	0.422	-.0000249	.0000594
CF	-.0430103	.0912558	-0.47	0.637	-.2220322	.1360117
_cons	1.509278	.4301442	3.51	0.000	.665438	2.353117
sigma_u	.18824991					
sigma_e	.30941319					
rho	.27015934	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(152, 1322) =     2.85          Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 8 Hasil Uji Regresi Model 2 IE (Uji Hausman)

```
Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

             chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                     =       13.34
           Prob>chi2 =      0.0643
```

Lampiran 9 Hasil Uji Regresi Model 2 IE (Uji Lagrange)

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        yabs[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                    yabs |    .1184725        .3441983
                       e |    .0957365        .3094132
                       u |    .0175836        .1326031

        Test:   Var(u) = 0
                                 chibar2(01) =   160.31
                              Prob > chibar2 =   0.0000
```

Lampiran 10 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2 IE

```
Likelihood-ratio test                                 LR chi2(152)=      0.00
(Assumption: . nested in hetero)                      Prob > chi2 =     1.0000
```

Lampiran 11 Hasil Uji Regresi REM Model 2 IE

```
Random-effects GLS regression                   Number of obs      =      1482
Group variable: id                              Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.0510                         Obs per group: min =         4
       between = 0.0209                                        avg =       9.7
       overall = 0.0408                                        max =        10

                                                Wald chi2(7)       =     71.88
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                    Prob > chi2        =    0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
INTERN	.0305831	.0133012	2.30	0.021	.0045132	.0566529
SIZE	-.0035445	.0076772	-0.46	0.644	-.0185916	.0115026
Q	.0012667	.0016944	0.75	0.455	-.0020542	.0045876
LEV	-.0381187	.035847	-1.06	0.288	-.1083775	.03214
ROA	-.6622085	.0810162	-8.17	0.000	-.8209972	-.5034197
EPS	.0000228	.000018	1.26	0.207	-.0000126	.0000581
CF	.0328885	.07597	0.43	0.665	-.11601	.181787
_cons	.2993964	.2146292	1.39	0.163	-.1212691	.720062
sigma_u	.13260308					
sigma_e	.30941319					
rho	.15516733	(fraction of variance due to u_i)				

Lampiran 12 Hasil Uji Regresi Model 3 IE (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1482
Group variable: id                              Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.0533                         Obs per group: min =         4
       between = 0.0005                                        avg =       9.7
       overall = 0.0185                                        max =        10

                                                F(10,1319)         =      7.43
corr(u_i, Xb)  = -0.3403                        Prob > F           =    0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0081098	.0167882	0.48	0.629	-.0248246	.0410443
EXP	.0039117	.0461957	0.08	0.933	-.0867133	.0945367
GEN	-.0305896	.0610456	-0.50	0.616	-.1503467	.0891676
PERF	.1988697	.2016584	0.99	0.324	-.1967364	.5944759
SIZE	-.033318	.0148606	-2.24	0.025	-.0624709	-.0041651
Q	.0014989	.0020524	0.73	0.465	-.0025275	.0055253
LEV	-.1252453	.0472046	-2.65	0.008	-.2178495	-.0326411
ROA	-.6977407	.0882071	-7.91	0.000	-.8707822	-.5246991
EPS	.0000208	.0000217	0.96	0.338	-.0000217	.0000633
CF	-.2030371	.1805738	-1.12	0.261	-.5572803	.1512061
_cons	1.183174	.450574	2.63	0.009	.2992545	2.067094
sigma_u	.18490366					
sigma_e	.31038623					
rho	.2619293	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(152, 1319) =     2.80           Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 13 Hasil Uji Regresi Model 3 IE (Uji Hausman)

```
Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

             chi2(9) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                     =       14.33
           Prob>chi2 =      0.1111
```

Lampiran 14 Hasil Uji Regresi Model 3 IE (Uji Lagrange)

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        yabs[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                    yabs |    .1184725        .3441983
                       e |    .0963396        .3103862
                       u |    .0175532        .1324885

        Test:   Var(u) = 0
                                 chibar2(01) =   152.67
                              Prob > chibar2 =   0.0000
```

Lampiran 15 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3 IE

```
Likelihood-ratio test                                 LR chi2(152) =      0.00
(Assumption: . nested in hetero)                      Prob > chi2  =    1.0000
```

Lampiran 16 Hasil Uji Regresi REM Model 3 IE

```
Random-effects GLS regression                 Number of obs      =      1482
Group variable: id                            Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.0474                       Obs per group: min =         4
       between = 0.0262                                      avg =       9.7
       overall = 0.0400                                      max =        10

                                              Wald chi2(10)      =     67.71
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                  Prob > chi2        =    0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0061784	.0104468	0.59	0.554	-.0142969	.0266537
EXP	-.007709	.0263029	-0.29	0.769	-.0592618	.0438438
GEN	.0196999	.0445871	0.44	0.659	-.0676892	.1070889
PERF	.1203973	.1416604	0.85	0.395	-.157252	.3980466
SIZE	.001292	.0075244	0.17	0.864	-.0134556	.0160396
Q	.0013954	.0017059	0.82	0.413	-.0019482	.0047389
LEV	-.0764209	.032356	-2.36	0.018	-.1398375	-.0130042
ROA	-.65977	.0815224	-8.09	0.000	-.819551	-.499989
EPS	.0000243	.0000181	1.34	0.181	-.0000113	.0000598
CF	-.0421752	.1207302	-0.35	0.727	-.2788021	.1944516
_cons	.1423526	.2340895	0.61	0.543	-.3164543	.6011596
sigma_u	.13248849					
sigma_e	.31038623					
rho	.15412036	(fraction of variance due to u_i)				

Lampiran 17 Hasil Uji Regresi Model 4 IE (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1482
Group variable: id                              Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.0579                         Obs per group: min =         4
       between = 0.0001                                        avg =       9.7
       overall = 0.0183                                        max =        10

                                                F(11,1318)         =      7.36
corr(u_i, Xb)  = -0.3670                        Prob > F           =    0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0076313	.0167548	0.46	0.649	-.0252377	.0405004
EXP	-.0002691	.0461305	-0.01	0.995	-.0907663	.0902281
GEN	-.0252952	.0609563	-0.41	0.678	-.1448773	.0942868
PERF	.1908474	.2012699	0.95	0.343	-.2039971	.5856918
INTERN	.0403093	.0159044	2.53	0.011	.0091086	.07151
SIZE	-.0447501	.0155009	-2.89	0.004	-.0751592	-.014341
Q	.0011979	.0020517	0.58	0.559	-.002827	.0052227
LEV	-.062362	.0532423	-1.17	0.242	-.1668108	.0420869
ROA	-.6925476	.0880502	-7.87	0.000	-.8652814	-.5198137
EPS	.0000189	.0000216	0.87	0.383	-.0000236	.0000613
CF	-.1890576	.1802881	-1.05	0.295	-.5427405	.1646253
_cons	1.474776	.4641369	3.18	0.002	.5642487	2.385304
sigma_u	.18810104					
sigma_e	.30975006					
rho	.2694189	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(152, 1318) =     2.82          Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 18 Hasil Uji Regresi Model 4 IE (Uji Hausman)

```
Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

             chi2(10) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                      =       15.27
            Prob>chi2 =      0.1224
```

Lampiran 19 Hasil Uji Regresi Model 4 IE (Uji Lagrange)

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        yabs[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var      sd = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                    yabs |    .1184725        .3441983
                       e |    .0959451        .3097501
                       u |    .0177907        .1333816

        Test:   Var(u) = 0
                                 chibar2(01) =   154.67
                              Prob > chibar2 =   0.0000
```

Lampiran 20 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 4 IE

```
Likelihood-ratio test                                 LR chi2(152)=      0.00
(Assumption: . nested in hetero)                      Prob > chi2 =     1.0000
```

Lampiran 21 Hasil Uji Regresi REM Model 4 IE

```
Random-effects GLS regression                 Number of obs      =      1482
Group variable: id                            Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.0513                       Obs per group: min =         4
       between = 0.0247                                      avg =       9.7
       overall = 0.0429                                      max =        10

                                              Wald chi2(11)      =     73.44
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                  Prob > chi2        =     0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0062415	.0104603	0.60	0.551	-.0142603	.0267433
EXP	-.0133005	.0264574	-0.50	0.615	-.065156	.038555
GEN	.0221968	.0446248	0.50	0.619	-.0652662	.1096598
PERF	.113293	.1417357	0.80	0.424	-.1645039	.39109
INTERN	.0313065	.0133818	2.34	0.019	.0050787	.0575343
SIZE	-.0041844	.0078829	-0.53	0.596	-.0196345	.0112658
Q	.0012837	.0017059	0.75	0.452	-.0020597	.0046272
LEV	-.0392197	.0361141	-1.09	0.277	-.110002	.0315626
ROA	-.6708741	.0815407	-8.23	0.000	-.8306909	-.5110573
EPS	.0000245	.0000181	1.35	0.177	-.0000111	.00006
CF	-.0399615	.1208132	-0.33	0.741	-.276751	.1968279
_cons	.2823804	.2417352	1.17	0.243	-.1914118	.7561726
sigma_u	.13338163					
sigma_e	.30975006					
rho	.15642099	(fraction of variance due to u_i)				

Lampiran 22 Hasil Uji Regresi Model 2 *Over* (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       486
Group variable: id                              Number of groups   =        98

R-sq:  within  = 0.0183                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0062                                        avg =       5.0
       overall = 0.0005                                        max =        10

                                                F(7,381)           =      1.02
corr(u_i, Xb)  = -0.4964                        Prob > F           =    0.4192
```

Residual	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
INTERN	.0664769	.0313517	2.12	0.035	.0048328	.128121
SIZE	-.0854791	.0441114	-1.94	0.053	-.1722114	.0012531
Q	.0013211	.0052836	0.25	0.803	-.0090675	.0117097
LEV	.0939037	.1248953	0.75	0.453	-.1516667	.3394742
ROA	-.0483333	.2574552	-0.19	0.851	-.5545443	.4578778
EPS	-.0000486	.0000797	-0.61	0.543	-.0002053	.0001082
CF	-.063502	.2627919	-0.24	0.809	-.580206	.453202
_cons	2.59143	1.236288	2.10	0.037	.1606278	5.022233
sigma_u	.2639434					
sigma_e	.53246296					
rho	.19725223	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(97, 381) =     1.13                 Prob > F = 0.2140
```

Lampiran 23 Hasil Uji Regresi Model 2 *Over* (Uji Lagrange)

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        Residual[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                             |       Var     sd = sqrt(Var)
                    ---------+-----------------------------
                    Residual |    .2893664        .5379278
                           e |    .2835168         .532463
                           u |          0               0

        Test:   Var(u) = 0
                                     chibar2(01) =      0.00
                                  Prob > chibar2 =    1.0000
```

Lampiran 24 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2 *Over*

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of Residual

         chi2(1)      =    229.15
         Prob > chi2  =    0.0000
```

Lampiran 25 Hasil Uji Regresi Driscoll-Kraay Model 2 *Over*

```
Regression with Driscoll-Kraay standard errors   Number of obs      =       486
Method: Pooled OLS                               Number of groups   =        98
Group variable (i): id                           F(  7,     9)      =     13.25
maximum lag: 2                                   Prob > F           =    0.0004
                                                 R-squared          =    0.0091
                                                 Root MSE           =    0.5394
```

Residual	Coef.	Drisc/Kraay Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
INTERN	.0281512	.0396281	0.71	0.495	-.0614938	.1177962
SIZE	.0121319	.0047325	2.56	0.031	.0014263	.0228375
Q	-.0006449	.0012386	-0.52	0.615	-.0034467	.002157
LEV	-.0127427	.057676	-0.22	0.830	-.1432148	.1177295
ROA	-.1790186	.0762345	-2.35	0.043	-.351473	-.0065642
EPS	.0000332	.0000422	0.79	0.452	-.0000624	.0001288
CF	-.0264454	.0803507	-0.33	0.750	-.2082114	.1553205
_cons	-.0881365	.1598246	-0.55	0.595	-.4496848	.2734117

Lampiran 26 Hasil Uji Regresi Model 3 *Over* (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       486
Group variable: id                              Number of groups   =        98

R-sq:  within  = 0.0088                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0051                                        avg =       5.0
       overall = 0.0007                                        max =        10

                                                F(10,378)          =      0.34
corr(u_i, Xb)  = -0.4334                        Prob > F           =    0.9713
```

Residual	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	-.0292307	.0574436	-0.51	0.611	-.1421798	.0837184
EXP	-.0371601	.1549864	-0.24	0.811	-.3419036	.2675834
GEN	-.0015984	.2049946	-0.01	0.994	-.404671	.4014741
PERF	.3138135	.5130112	0.61	0.541	-.6948997	1.322527
SIZE	-.0588274	.0437519	-1.34	0.180	-.144855	.0272003
Q	.002352	.0054337	0.43	0.665	-.008332	.0130361
LEV	-.0365427	.1088096	-0.34	0.737	-.2504906	.1774051
ROA	-.067106	.260361	-0.26	0.797	-.5790434	.4448314
EPS	-.000032	.0000809	-0.40	0.692	-.0001911	.000127
CF	-.2730691	.3680101	-0.74	0.459	-.9966725	.4505343
_cons	2.088441	1.351491	1.55	0.123	-.5689413	4.745824
sigma_u	.24461157					
sigma_e	.5371632					
rho	.17175203	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(97, 378) =     1.04                 Prob > F = 0.3833
```

Lampiran 27 Hasil Uji Regresi Model 3 *Over* (Uji Lagrange)

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        Residual[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var      sd = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                Residual |    .2893664        .5379278
                       e |    .2885443        .5371632
                       u |          0                0

        Test:   Var(u) = 0
                                 chibar2(01) =      0.00
                              Prob > chibar2 =    1.0000
```

Lampiran 28 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3 *Over*

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of Residual

         chi2(1)      =    321.72
         Prob > chi2  =    0.0000
```

Lampiran 29 Hasil Uji Regresi Driscoll-Kraay Model 3 *Over*

```
Regression with Driscoll-Kraay standard errors   Number of obs     =       486
Method: Pooled OLS                               Number of groups  =        98
Group variable (i): id                           F( 10,     9)     =     66.07
maximum lag: 2                                   Prob > F          =    0.0000
                                                 R-squared         =    0.0147
                                                 Root MSE          =    0.5395
```

Residual	Coef.	Drisc/Kraay Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	-.0286424	.0126537	-2.26	0.050	-.0572671	-.0000177
EXP	-.046149	.0569049	-0.81	0.438	-.1748769	.0825788
GEN	.1891884	.1586416	1.19	0.264	-.1696837	.5480606
PERF	.1169622	.0950635	1.23	0.250	-.0980865	.3320108
SIZE	.0182455	.011169	1.63	0.137	-.0070206	.0435116
Q	-.0005461	.0011811	-0.46	0.655	-.003218	.0021258
LEV	-.0404301	.0392635	-1.03	0.330	-.1292503	.0483901
ROA	-.155726	.0450872	-3.45	0.007	-.2577203	-.0537316
EPS	.0000258	.000037	0.70	0.504	-.0000579	.0001094
CF	-.0346171	.0508251	-0.68	0.513	-.1495915	.0803573
_cons	-.2602466	.4469202	-0.58	0.575	-1.27125	.7507571

Lampiran 30 Hasil Uji Regresi Model 4 *Over* (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       486
Group variable: id                              Number of groups   =        98

R-sq:  within  = 0.0209                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0045                                        avg =       5.0
       overall = 0.0000                                        max =        10

                                                F(11,377)          =      0.73
corr(u_i, Xb)  = -0.4739                        Prob > F           =    0.7091
```

Residual	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	-.0332786	.0571988	-0.58	0.561	-.1457473	.07919
EXP	-.0509298	.1543748	-0.33	0.742	-.3544733	.2526137
GEN	.0107069	.2040907	0.05	0.958	-.3905918	.4120055
PERF	.3552893	.5109115	0.70	0.487	-.649304	1.359883
INTERN	.068029	.0315349	2.16	0.032	.0060226	.1300353
SIZE	-.0877416	.0455582	-1.93	0.055	-.1773216	.0018384
Q	.0019654	.0054106	0.36	0.717	-.0086733	.0126041
LEV	.1012328	.1257181	0.81	0.421	-.1459638	.3484294
ROA	-.029038	.2597119	-0.11	0.911	-.5397035	.4816274
EPS	-.0000398	.0000806	-0.49	0.622	-.0001982	.0001186
CF	-.2410891	.3665442	-0.66	0.511	-.9618163	.4796381
_cons	2.850088	1.390574	2.05	0.041	.1158355	5.58434
sigma_u	.26111812					
sigma_e	.53458575					
rho	.19262569	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(97, 377) =     1.08                 Prob > F = 0.2974
```

Lampiran 31 Hasil Uji Regresi Model 4 *Over* (Uji Lagrange)

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        Residual[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var      sd = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                Residual |    .2893664        .5379278
                       e |    .2857819        .5345857
                       u |          0                0

        Test:   Var(u) = 0
                                 chibar2(01) =      0.00
                              Prob > chibar2 =    1.0000
```

Lampiran 32 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 4 *Over*

```
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of Residual

         chi2(1)      =    424.75
         Prob > chi2  =    0.0000
```

Lampiran 33 Hasil Uji Regresi Driscoll-Kraay Model 4 *Over*

```
Regression with Driscoll-Kraay standard errors   Number of obs     =       486
Method: Pooled OLS                               Number of groups  =        98
Group variable (i): id                           F( 11,     9)     =    105.52
maximum lag: 2                                   Prob > F          =    0.0000
                                                 R-squared         =    0.0183
                                                 Root MSE          =    0.5391
```

Residual	Drisc/Kraay Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	-.0275223	.0124227	-2.22	0.054	-.0556243	.0005797
EXP	-.0556865	.0655761	-0.85	0.418	-.2040299	.092657
GEN	.1950432	.1575346	1.24	0.247	-.1613248	.5514112
PERF	.1059337	.1114697	0.95	0.367	-.1462283	.3580957
INTERN	.0305521	.0433691	0.70	0.499	-.0675555	.1286597
SIZE	.0089716	.0087367	1.03	0.331	-.0107921	.0287352
Q	-.0006202	.0011756	-0.53	0.611	-.0032796	.0020392
LEV	.0005272	.0600154	0.01	0.993	-.1352371	.1362914
ROA	-.1844777	.0734304	-2.51	0.033	-.3505889	-.0183665
EPS	.0000302	.0000405	0.75	0.475	-.0000614	.0001219
CF	-.029753	.0475511	-0.63	0.547	-.137321	.077815
_cons	-.0177539	.4975561	-0.04	0.972	-1.143304	1.107796

Lampiran 34 Hasil Uji Regresi Model 2 *Under* (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       626
Group variable: id                              Number of groups   =       120

R-sq:  within  = 0.5118                         Obs per group: min =         1
       between = 0.3496                                        avg =       5.2
       overall = 0.3730                                        max =        10

                                                F(7,499)           =     74.75
corr(u_i, Xb)  = -0.1614                        Prob > F           =    0.0000
```

Residual	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
INTERN	-.0282466	.0234527	-1.20	0.229	-.0743249	.0178316
SIZE	.0101401	.0103153	0.98	0.326	-.0101267	.0304069
Q	.0013959	.0016639	0.84	0.402	-.0018732	.004665
LEV	.1301741	.0371718	3.50	0.001	.0571416	.2032066
ROA	1.205349	.0549491	21.94	0.000	1.097388	1.313309
EPS	-.0000316	.000011	-2.87	0.004	-.0000532	-9.98e-06
CF	.0056447	.0529021	0.11	0.915	-.0982937	.1095831
_cons	-.5922425	.2916325	-2.03	0.043	-1.165221	-.0192636
sigma_u	.21258052					
sigma_e	.10423157					
rho	.80618538	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(119, 499) =     7.16            Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 35 Hasil Uji Regresi Model 2 *Under* (Uji Hausman)

```
 Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

              chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                      =         7.54
            Prob>chi2 =       0.3750
```

Lampiran 36 Hasil Uji Regresi Model 2 *Under* (Uji Lagrange)

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        Residual[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                Residual |    .0407344       .2018277
                       e |    .0108642       .1042316
                       u |    .0396081       .1990179

        Test:   Var(u) = 0
                                chibar2(01) =     71.78
                            Prob > chibar2 =    0.0000
```

Lampiran 37 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 2 *Under*

```
Likelihood-ratio test                                 LR chi2(119)=      0.00
(Assumption: . nested in hetero)                      Prob > chi2 =     1.0000
```

Lampiran 38 Hasil Uji Regresi REM Model 2 *Under*

```
Random-effects GLS regression                   Number of obs      =       626
Group variable: id                              Number of groups   =       120

R-sq:  within  = 0.5104                         Obs per group: min =         1
       between = 0.3743                                        avg =       5.2
       overall = 0.3956                                        max =        10

                                                Wald chi2(7)       =    597.12
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                    Prob > chi2        =    0.0000
```

Residual	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
INTERN	-.0289551	.0210215	-1.38	0.168	-.0701565	.0122462
SIZE	.0001123	.0075962	0.01	0.988	-.014776	.0150006
Q	.0010195	.0016001	0.64	0.524	-.0021166	.0041556
LEV	.1238111	.0323978	3.82	0.000	.0603126	.1873096
ROA	1.231743	.0520006	23.69	0.000	1.129824	1.333662
EPS	-.0000337	.0000106	-3.19	0.001	-.0000544	-.000013
CF	-.0269512	.0507911	-0.53	0.596	-.1264999	.0725976
_cons	-.312047	.214402	-1.46	0.146	-.7322671	.1081731
sigma_u	.19901792					
sigma_e	.10423157					
rho	.7847491	(fraction of variance due to u_i)				

Lampiran 39 Hasil Uji Regresi Model 3 *Under* (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       626
Group variable: id                              Number of groups   =       120

R-sq:  within  = 0.5845                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0437                                        avg =       5.2
       overall = 0.2244                                        max =        10

                                                F(10,496)          =     69.78
corr(u_i, Xb)  = -0.2332                        Prob > F           =    0.0000
```

Residual	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0091387	.0096032	0.95	0.342	-.0097292	.0280066
EXP	-.0096137	.0271346	-0.35	0.723	-.0629266	.0436992
GEN	.1110994	.0334492	3.32	0.001	.0453798	.176819
PERF	-2.881913	.3124518	-9.22	0.000	-3.495806	-2.268021
SIZE	-.0089475	.0098521	-0.91	0.364	-.0283045	.0104094
Q	.0024097	.0015457	1.56	0.120	-.0006272	.0054466
LEV	.1255122	.0310287	4.05	0.000	.0645482	.1864761
ROA	.9043	.0597478	15.14	0.000	.7869101	1.02169
EPS	-.0000219	.0000103	-2.11	0.035	-.0000422	-1.53e-06
CF	2.884836	.317058	9.10	0.000	2.261893	3.507778
_cons	-.1973562	.2865596	-0.69	0.491	-.7603766	.3656642
sigma_u	.26238088					
sigma_e	.0964519					
rho	.88095506	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(119, 496) =     8.88              Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 40 Hasil Uji Regresi Model 3 *Under* (Uji Hausman)

```
 Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

              chi2(9) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                      =       39.29
            Prob>chi2 =      0.0000
```

Lampiran 41 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 3 *Under*

```
Likelihood-ratio test                                 LR chi2(119)=      0.00
(Assumption: . nested in hetero)                      Prob > chi2 =    1.0000
```

Lampiran 42 Hasil Uji Regresi FEM Model 3 *Under*

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       626
Group variable: id                              Number of groups   =       120

R-sq:  within  = 0.5845                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0437                                        avg =       5.2
       overall = 0.2244                                        max =        10

                                                F(10,496)          =     69.78
corr(u_i, Xb)  = -0.2332                        Prob > F           =     0.0000
```

Residual	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0091387	.0096032	0.95	0.342	-.0097292	.0280066
EXP	-.0096137	.0271346	-0.35	0.723	-.0629266	.0436992
GEN	.1110994	.0334492	3.32	0.001	.0453798	.176819
PERF	-2.881913	.3124518	-9.22	0.000	-3.495806	-2.268021
SIZE	-.0089475	.0098521	-0.91	0.364	-.0283045	.0104094
Q	.0024097	.0015457	1.56	0.120	-.0006272	.0054466
LEV	.1255122	.0310287	4.05	0.000	.0645482	.1864761
ROA	.9043	.0597478	15.14	0.000	.7869101	1.02169
EPS	-.0000219	.0000103	-2.11	0.035	-.0000422	-1.53e-06
CF	2.884836	.317058	9.10	0.000	2.261893	3.507778
_cons	-.1973562	.2865596	-0.69	0.491	-.7603766	.3656642
sigma_u	.26238088					
sigma_e	.0964519					
rho	.88095506	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(119, 496) =     8.88                 Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 43 Hasil Uji Regresi Model 4 *Under* (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       626
Group variable: id                              Number of groups   =       120

R-sq:  within  = 0.5845                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0448                                        avg =       5.2
       overall = 0.2252                                        max =        10

                                                F(11,495)          =     63.32
corr(u_i, Xb)  = -0.2317                        Prob > F           =     0.0000
```

Residual	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0090747	.0096171	0.94	0.346	-.0098207	.02797
EXP	-.0100048	.0272222	-0.37	0.713	-.0634901	.0434806
GEN	.1105189	.0335913	3.29	0.001	.0445197	.176518
PERF	-2.874422	.3147089	-9.13	0.000	-3.492752	-2.256092
INTERN	-.0046924	.0219454	-0.21	0.831	-.0478099	.0384252
SIZE	-.008315	.0102957	-0.81	0.420	-.0285437	.0119136
Q	.0024065	.0015472	1.56	0.120	-.0006334	.0054465
LEV	.122298	.0345051	3.54	0.000	.0545034	.1900926
ROA	.9069741	.061099	14.84	0.000	.7869288	1.02702
EPS	-.0000217	.0000104	-2.09	0.037	-.0000421	-1.29e-06
CF	2.877741	.3190932	9.02	0.000	2.250797	3.504685
_cons	-.2119587	.2948536	-0.72	0.473	-.7912777	.3673603
sigma_u	.26205384					
sigma_e	.09654482					
rho	.88049071	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(119, 495) =     8.86                 Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 44 Hasil Uji Regresi Model 4 *Under* (Uji Hausman)

```
 Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

              chi2(10) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                       =       54.41
            Prob>chi2 =      0.0000
```

Lampiran 45 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 4 *Under*

```
Likelihood-ratio test                                 LR chi2(119)=      0.00
(Assumption: . nested in hetero)                      Prob > chi2 =    1.0000
```

Lampiran 46 Hasil Uji Regresi FEM Model 4 *Under*

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       626
Group variable: id                              Number of groups   =       120

R-sq:  within  = 0.5845                         Obs per group: min =         1
       between = 0.0448                                        avg =       5.2
       overall = 0.2252                                        max =        10

                                                F(11,495)          =     63.32
corr(u_i, Xb)  = -0.2317                        Prob > F           =     0.0000
```

Residual	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0090747	.0096171	0.94	0.346	-.0098207	.02797
EXP	-.0100048	.0272222	-0.37	0.713	-.0634901	.0434806
GEN	.1105189	.0335913	3.29	0.001	.0445197	.176518
PERF	-2.874422	.3147089	-9.13	0.000	-3.492752	-2.256092
INTERN	-.0046924	.0219454	-0.21	0.831	-.0478099	.0384252
SIZE	-.008315	.0102957	-0.81	0.420	-.0285437	.0119136
Q	.0024065	.0015472	1.56	0.120	-.0006334	.0054465
LEV	.122298	.0345051	3.54	0.000	.0545034	.1900926
ROA	.9069741	.061099	14.84	0.000	.7869288	1.02702
EPS	-.0000217	.0000104	-2.09	0.037	-.0000421	-1.29e-06
CF	2.877741	.3190932	9.02	0.000	2.250797	3.504685
_cons	-.2119587	.2948536	-0.72	0.473	-.7912777	.3673603
sigma_u	.26205384					
sigma_e	.09654482					
rho	.88049071	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(119, 495) =     8.86                 Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 47 Hasil Uji Regresi Model 5 (Uji Chow)

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1482
Group variable: id                              Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.0603                         Obs per group: min =         4
       between = 0.0004                                        avg =       9.7
       overall = 0.0240                                        max =        10

                                                F(14,1315)         =      6.02
corr(u_i, Xb)  = -0.2953                        Prob > F           =    0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0084563	.0169032	0.50	0.617	-.0247039	.0416165
EXP	-.0000927	.0462482	-0.00	0.998	-.090821	.0906356
GEN	-.0214865	.0613148	-0.35	0.726	-.141772	.098799
PERF	.1816744	.2014949	0.90	0.367	-.2136122	.5769611
INTERN	.0405899	.015928	2.55	0.011	.0093429	.0718369
BOARD	.0185161	.0116738	1.59	0.113	-.0043852	.0414174
MEETING	-.0007325	.0016615	-0.44	0.659	-.0039921	.0025271
IND	-.0240137	.0224434	-1.07	0.285	-.0680425	.0200151
SIZE	-.045114	.0165436	-2.73	0.006	-.0775686	-.0126593
Q	.0011951	.0020576	0.58	0.561	-.0028415	.0052317
LEV	-.0595778	.0534696	-1.11	0.265	-.1644727	.0453172
ROA	-.6949843	.0883344	-7.87	0.000	-.868276	-.5216926
EPS	.0000175	.0000217	0.81	0.420	-.000025	.0000599
CF	-.1820371	.1804325	-1.01	0.313	-.536004	.1719298
_cons	1.409455	.4884107	2.89	0.004	.451306	2.367604
sigma_u	.18171449					
sigma_e	.30971358					
rho	.25608403	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(152, 1315) =     2.80           Prob > F = 0.0000
```

Lampiran 48 Hasil Uji Regresi Model 5 (Uji Hausman)

```
 Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

              chi2(13) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                       =       13.39
             Prob>chi2 =      0.4180
```

Lampiran 49 Hasil Uji Regresi Model 5 (Uji Lagrange)

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        yabs[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

        Estimated results:
                         |       Var      sd = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                    yabs |   .1184725        .3441983
                       e |   .0959225        .3097136
                       u |   .0182584        .1351237

        Test:   Var(u) = 0
                                 chibar2(01) =    154.69
                              Prob > chibar2 =    0.0000
```

Lampiran 50 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model 5

```
Likelihood-ratio test                                 LR chi2(152)=      0.00
(Assumption: . nested in hetero)                      Prob > chi2 =     1.0000
```

Lampiran 51 Hasil Uji Regresi REM Model 5

```
Random-effects GLS regression                   Number of obs      =      1482
Group variable: id                              Number of groups   =       153

R-sq:  within  = 0.0553                         Obs per group: min =         4
       between = 0.0278                                        avg =       9.7
       overall = 0.0462                                        max =        10

                                                Wald chi2(14)      =     79.26
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                    Prob > chi2        =     0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0071913	.0105264	0.68	0.495	-.0134401	.0278227
EXP	-.013179	.0266456	-0.49	0.621	-.0654035	.0390454
GEN	.0293236	.0449674	0.65	0.514	-.0588109	.117458
PERF	.1092641	.1422351	0.77	0.442	-.1695116	.3880398
INTERN	.031741	.0133919	2.37	0.018	.0054933	.0579887
BOARD	.0126472	.0074361	1.70	0.089	-.0019274	.0272217
MEETING	-.0001422	.0010385	-0.14	0.891	-.0021776	.0018933
IND	-.0350692	.0171787	-2.04	0.041	-.0687389	-.0013995
SIZE	-.0082344	.0089356	-0.92	0.357	-.0257479	.0092791
Q	.0010976	.0017099	0.64	0.521	-.0022537	.0044489
LEV	-.0440728	.0363482	-1.21	0.225	-.1153139	.0271684
ROA	-.6796549	.0815735	-8.33	0.000	-.839536	-.5197738
EPS	.0000233	.0000182	1.28	0.200	-.0000124	.0000589
CF	-.0506152	.1216408	-0.42	0.677	-.2890269	.1877964
_cons	.3449073	.2574537	1.34	0.180	-.1596927	.8495072
sigma_u	.13512371					
sigma_e	.30971358					
rho	.15990778	(fraction of variance due to u_i)				

Lampiran 52 Hasil Uji Multikolinearitas Seluruh Sampel

	EDU	EXP	GEN	PERF	INTERN	BOARD	MEETING	IND	SIZE	Q	LEV	ROA
EDU	1.0000											
EXP	-0.1454	1.0000										
GEN	0.0207	0.0667	1.0000									
PERF	0.0312	0.0419	0.0233	1.0000								
INTERN	-0.0397	0.0723	0.0079	0.1755	1.0000							
BOARD	0.0089	-0.0752	-0.0769	0.1857	0.2175	1.0000						
MEETING	0.1261	0.0996	-0.0816	0.0420	-0.0337	0.0394	1.0000					
IND	0.0092	-0.0131	0.0378	0.0407	0.1365	0.3770	0.0415	1.0000				
SIZE	0.0460	-0.1905	-0.0975	0.1310	0.2893	0.5609	0.0087	0.1792	1.0000			
Q	0.0885	-0.0493	0.0643	0.2609	0.0688	0.1638	0.0432	0.0235	0.0982	1.0000		
LEV	0.0823	-0.0568	-0.0943	-0.0730	-0.4641	-0.0460	0.0487	-0.1236	-0.0112	-0.0494	1.0000	
ROA	0.0308	-0.0001	-0.0074	0.3561	0.3244	0.2209	0.0222	0.0923	0.1974	0.2494	-0.3248	1.0000
EPS	-0.0860	-0.0220	-0.0276	0.1680	0.1579	0.2249	-0.0509	0.1033	0.2427	0.1038	-0.1307	0.3304
CF	0.0394	0.0634	-0.0056	0.7583	0.1669	0.2089	0.0996	0.0299	0.1495	0.3473	-0.0722	0.3265

	EPS	CF
EPS	1.0000	
CF	0.2079	1.0000

Lampiran 53 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel Overinvestment

	EDU	EXP	GEN	PERF	INTERN	BOARD	MEETING	IND	SIZE	Q	LEV
EDU	1.0000										
EXP	-0.2478	1.0000									
GEN	0.0957	0.0628	1.0000								
PERF	0.0692	0.0417	-0.0114	1.0000							
INTERN	-0.0854	0.0691	-0.0182	0.1290	1.0000						
BOARD	-0.0596	-0.0940	-0.0495	0.2846	0.1765	1.0000					
MEETING	0.1636	0.1072	-0.0928	0.0997	-0.0578	-0.0827	1.0000				
IND	-0.0256	0.0055	0.0071	0.1205	0.1075	0.3836	-0.0237	1.0000			
SIZE	-0.0750	-0.1476	-0.0876	0.1724	0.3393	0.5830	-0.0844	0.1472	1.0000		
Q	0.1688	-0.0320	0.0134	0.3836	0.1032	0.3283	0.1631	0.0298	0.1890	1.0000	
LEV	0.0272	-0.0103	-0.0896	-0.0140	-0.4585	0.0297	0.0238	-0.1041	0.0163	-0.0047	1.0000
ROA	0.0657	-0.0068	0.0051	0.4048	0.3307	0.2577	0.0736	0.0752	0.1863	0.3175	-0.3877
EPS	-0.0166	-0.0643	-0.0174	0.1868	0.1293	0.2342	0.0079	0.1140	0.3216	0.1696	-0.1018
CF	0.0169	0.1252	-0.0402	0.5793	0.1200	0.3215	0.1994	0.0428	0.1920	0.4644	-0.0275

	ROA	EPS	CF
ROA	1.0000		
EPS	0.3322	1.0000	
CF	0.3137	0.2124	1.0000

Lampiran 54 Hasil Uji Multikolinearitas Sampel Underinvestment

	EDU	EXP	GEN	PERF	INTERN	BOARD	MEETING	IND	SIZE	Q	LEV
EDU	1.0000										
EXP	-0.0125	1.0000									
GEN	-0.0900	0.1425	1.0000								
PERF	0.0535	-0.0160	0.0521	1.0000							
INTERN	-0.0166	0.0497	0.0405	0.2764	1.0000						
BOARD	0.0806	-0.1615	-0.1335	0.1366	0.2685	1.0000					
MEETING	0.1453	0.1059	-0.1034	-0.0164	0.0169	0.1660	1.0000				
IND	0.1095	-0.1283	0.0789	-0.0778	0.1609	0.2681	0.0890	1.0000			
SIZE	0.1074	-0.2474	-0.1151	0.1094	0.3218	0.5617	0.0273	0.2256	1.0000		
Q	0.0150	-0.0791	-0.0237	0.2185	0.1504	0.1561	-0.1078	0.0030	0.0929	1.0000	
LEV	0.1526	-0.0986	-0.0502	-0.1082	-0.5774	-0.0929	0.0382	-0.0789	-0.0736	-0.1300	1.0000
ROA	-0.0399	-0.0144	-0.0182	0.3220	0.3187	0.1789	-0.0051	0.0612	0.1819	0.2660	-0.2368
EPS	-0.1737	-0.0283	-0.0021	0.2008	0.2358	0.1540	-0.0897	0.0387	0.2209	0.1238	-0.1506
cfrev	0.0517	0.0527	0.0123	0.0206	-0.0005	-0.0605	-0.0795	-0.0368	-0.0309	-0.0160	0.0424

	ROA	EPS	cfrev
ROA	1.0000		
EPS	0.3005	1.0000	
cfrev	-0.2006	-0.0041	1.0000

Lampiran 55 Hasil Uji Regresi Efek Moderasi Pembiayaan Internal

```
R-sq:  within  = 0.0649                         Obs per group: min =         4
       between = 0.0308                                        avg =       9.7
       overall = 0.0513                                        max =        10

                                                Wald chi2(15)      =     91.23
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                    Prob > chi2        =     0.0000
```

yabs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
EDU	.0106465	.0105835	1.01	0.314	-.0100968	.0313897
EXP	-.0005187	.02701	-0.02	0.985	-.0534574	.0524199
GEN	.0237463	.0447599	0.53	0.596	-.0639815	.1114741
PERF	.0856883	.1421341	0.60	0.547	-.1928894	.364266
INTERN	.4558092	.1227937	3.71	0.000	.2151379	.6964805
edux	-.0478213	.0118694	-4.03	0.000	-.0710849	-.0245578
expx	-.1086273	.0463816	-2.34	0.019	-.1995336	-.017721
genx	-.0525568	.0713428	-0.74	0.461	-.1923861	.0872725
perfx	.0468562	.0949343	0.49	0.622	-.1392116	.2329239
SIZE	-.0053791	.0080342	-0.67	0.503	-.0211259	.0103677
Q	.0012124	.0017231	0.70	0.482	-.0021648	.0045896
LEV	-.0317478	.0382017	-0.83	0.406	-.1066218	.0431261
ROA	-.6477922	.0822989	-7.87	0.000	-.8090951	-.4864893
EPS	.0000187	.0000182	1.03	0.302	-.0000168	.0000543
CF	-.0343597	.1211904	-0.28	0.777	-.2718885	.203169
_cons	.2752744	.2460845	1.12	0.263	-.2070423	.7575912
sigma_u	.13546576					
sigma_e	.3078908					
rho	.16218596	(fraction of variance due to u_i)				

BIODATA PENULIS

Aditya Agung Rahmatullah lahir di Jember, 23 Februari 1999. Penulis menyelesaikan pendidikan formal di SDN Jember Lor 3 Jember, SMPN 3 Jember dan SMAN 1 Jember. Setelah jenjang pendidikan formal melanjutkan ke pendidikan S1 di Institut Teknologi Sepuluh Nopember, Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital, Departemen Manajemen Bisnis dan mengambil konsentrasi bidang Manajemen Keuangan. Selama menjalani perkuliahan, penulis mengikuti organisasi kemahasiswaan di lingkup departemen dalam Himpunan Mahasiswa Manajemen Bisnis periode 2017-2018 sebagai Staf Divisi Pengembangan Sumber Daya Mahasiswa dan dilanjutkan pada periode selanjutnya 2018-2019 sebagai Ketua Divisi Pengembangan Sumber daya Mahasiswa. Pada tahun 2017 penulis bergabung ke dalam Laboratorium *Business Analytics and Strategy* (BAS) sebagai asisten dan selama tahun 2019 menjabat sebagai Koordinator Asisten Laboratorium BAS. Pertengahan tahun 2019 penulis berkesempatan untuk magang di salah satu perusahaan yaitu Bursa Efek Indonesia kantor pusat Jakarta selama 2 bulan. Pada kantor magang tersebut penulis di tempatkan pada divisi pengembangan pasar di mana pekerjaan yang dilakukan adalah input data kegiatan sekolah pasar modal (SPM), mengisi kegiatan kunjungan oleh siswa/mahasiswa di kantor pusat dan melakukan penelitian tentang analisis faktor-faktor yang mempengaruhi minta investasi di pasar modal yang menghasilkan bahwa tingkat risiko merupakan faktor paling berpengaruh pada minat investasi.

Penulis telah mendapatkan banyak pengalaman dan pengetahuan selama menempuh pendidikan dan bergabung dalam berbagai kegiatan kepanitiaan dan organisasi yang diharapkan dapat bermanfaat bagi tahapan selanjutnya. Penulis memiliki ketertarikan dalam bidang keuangan terutama bidang *corporate finance* dan pasar modal, serta berharap dapat bermanfaat bagi orang lain. Penulis terbuka untuk berdiskusi mengenai berbagai hal terkait penelitian dan keuangan dan dapat dihubungi melalui email adit.agung.96@gmail.com