

**MODEL PENINGKATAN KINERJA KEUANGAN
PERUSAHAAN SEKTOR PRIMER (EKSTRAKTIF) YANG *GO*
PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA**

Tesis

**untuk memenuhi sebagian persyaratan mencapai derajat Sarjana S2
Program Magister Manajemen**



Disusun Oleh:

Sylvia Mardifa

Nim. 20401900029

UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG

PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN

SEMARANG

2023

TESIS

**MODEL PENINGKATAN KINERJA KEUANGAN
PERUSAHAAN SEKTOR PRIMER (EKSTRAKTIF) YANG GO
PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA**

**DISUSUN OLEH:
SYLVIA MARDIFA
20401900029**

Telah disetujui oleh pembimbing dan selanjutnya dapat diajukan dihadapan
sidang panitia ujian Tesis

**Program Studi Magister Manajemen
Universitas Islam Sultan Agung Semarang**
UNISSULA
جامعته سلطان أبجوع الإسلامية

Semarang, 11 April 2023

Pembimbing,

Prof. Drs. Widiyanto, M.Si., Ph.D.

NIK 210489018

TESIS

MODEL PENINGKATAN KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN SEKTOR PRIMER (EKSTRAKTIF) YANG GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA

DISUSUN OLEH:
SYLVIA MARDIFA

Telah dipertahankan di depan penguji pada tanggal 19 Mei 2023.

Susunan Dewan Penguji

Pembimbing,

Prof. Drs. Widhyanto, M.Si., Ph.D.

NIK 210489018

Penguji 1,

Dr. H. Sri Hartono, S.E., M.Si.

NIK 210495037

Penguji 2,

Prof. Dr. Mutamimah, S.E., M.Si.

NIK 210491026

Tesis ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar

Magister Manajemen

Ketua Program Studi Magister Manajemen

Prof. Dr. Ibnu Khajar, S.E., M.Si.

NIK 210491028

SURAT PER NYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Sylvia Mardifa

NIM : 20401900029

Dengan ini menyatakan karya ilmiah berupa Tesis dengan judul **“Model Peningkatan Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif) yang Go Public di Bursa Efek Indonesia”**, adalah benar asli karya saya dan penuh kesadaran saya tidak melakukan plagiasi atau mengambil alih seluruh maupun sebagian besar karya tulis orang lain tanpa menyebutkan sumbernya. Jika saya terbukti melakukan tindakan plagiasi, saya bersedia menerima sanksi sesuai aturan yang berlaku.

Semarang, 11 April 2023

Yang mengetahui,



Sylvia Mardifa

PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Sylvia Mardifa

NIM : 20401900029

Program Studi : Magister Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Alamat Asal : Jalan Sidomukti 2 Nomor 12, RT 04 RW 18 Kelurahan
Muktiharjo Kidul, Kecamatan Pedurungan, Kota Semarang

Nomor HP/Email : 083838128626/ sylviamardifa.business@gmail.com

menyatakan bahwa karya ilmiah berupa Tesis dengan judul **“Model Peningkatan Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif) yang Go Public di Bursa Efek Indonesia”**, dan menyetujui karya ilmiah tersebut menjadi hak milik Universitas Islam Sultan Agung serta memberikan hak bebas royalti non eksklusif untuk disimpan, dialih mediakan, dikelola oleh pangkalan data, dan dipublikasikannya di internet atau media lain untuk kepentingan akademis selama tetap mencantumkan nama penulis sebagai Hak Cipta.

Pernyataan ini saya buat dengan sungguh-sungguh. Apabila di kemudian hari terbukti ada pelanggaran Hak Cipta/Plagiasme dalam karya ilmiah ini, maka segala bentuk tuntutan hukum yang timbul akan saya tanggung secara pribadi tanpa melibatkan pihak Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung.

Semarang, 11 April 2023

Yang mengetahui,



Sylvia Mardifa

MOTTO

“Tuhanmu tidak meninggalkan engkau (Muhammad) dan tidak (pula) membencimu”. (QS. Ad Duha: 3)

”Maka, sesungguhnya bersama kesulitan ada kemudahan. Sesungguhnya bersama kesulitan ada kemudahan. Maka apabila engkau telah selesai (dari sesuatu urusan), tetaplah bekerja keras (untuk urusan yang lain)”. (QS. Al Insyirah: 5-7)



ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *leverage*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan terhadap kinerja keuangan, serta peran pertumbuhan perusahaan dalam memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan dan pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor primer (ekstraktif), yaitu perusahaan pertambangan dan perusahaan pertanian yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2016-2021 dengan sampel sebanyak 60 laporan keuangan tahunan periode 2016-2021 dari 10 perusahaan sampel yang didapat dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang kemudian data dianalisis dengan metode regresi data panel. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan, sedangkan *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Pertumbuhan perusahaan dapat memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan, namun pertumbuhan perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan. Nilai *adjusted square* pada penelitian ini hanya sebesar 0.4931, yang artinya proporsi pengaruh variabel independen *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), dan pertumbuhan perusahaan (X3) serta peran moderasi pertumbuhan perusahaan (X3) terhadap kinerja keuangan (Y) sebesar 49.31% sedangkan sisanya sebesar 50.69% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian, sehingga perlu penambahan variabel independen lain. Salah satu contoh variabel independen lain yang dapat diteliti lebih lanjut adalah variabel *good corporate governance* (GCG) karena merupakan seperangkat sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah para pemangku kepentingan.

Kata kunci: *dividend payout ratio*, *leverage*, *net profit margin*, dan pertumbuhan penjualan.

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of leverage, dividend policy, and company growth on financial performance, as well as the role of company growth in moderating the effect of leverage on financial performance and the effect of dividend policy on financial performance of primary sectors (extractive) companies that go public on the Indonesia Stock Exchange.

The population in this study is primary sectors (extractive) companies, namely mining companies and agricultural companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2021 period with a sample of 60 annual financial reports for the 2016-2021 period from 10 sample companies which were obtained using a purposive sampling method. This study is quantitative research, and then the data is analyzed using the panel data regression method. The results of this study indicate that dividend policy does not affect financial performance, while leverage has a significant negative effect on financial performance and company growth has a significant positive effect on financial performance. Company growth can moderate the effect of leverage on financial performance, but company growth cannot moderate the effect of dividend policy on financial performance. The adjusted square value in this study is only 0.4931, which means the proportion of the influence of the independent variable leverage (X1), dividend policy (X2), and company growth (X3) as well as the moderating role of company growth (X3) on financial performance (Y) is 49.31% while the remaining 50.69% is influenced by other variables not examined in the study, so it is necessary to add other independent variables. One example of another independent variable that can be further study is the good corporate governance (GCG) variable because it is a set of systems that regulate and control companies to create added value for stakeholders.

Keywords: *dividend payout ratio, leverage, net profit margin and sales growth.*

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis ucapkan kepada Allah SWT yang telah memberikan limpahan rahmat, hidayah, serta karunia sehingga dapat menyelesaikan tesis dengan judul “Peran Pertumbuhan Perusahaan dalam Kinerja Keuangan pada Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif) yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia”, sebagai salah satu syarat dalam menyelesaikan Program Pendidikan Magister (S2) pada Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.

Dalam kesempatan ini, penulis menyampaikan rasa terima kasih kepada:

1. Prof. Drs. Widiyanto, M.Si., Ph.D., selaku dosen pembimbing yang telah sabar dalam memberikan bimbingan, arahan, maupun motivasi kepada penulis selama proses penyusunan tesis.
2. Prof. Dr. H. Heru Sulistyono, S.E., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
3. Prof. Dr. Ibnu Khajar, S.E., M.Si., selaku Ketua Program Studi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
4. Diri penulis sendiri yang telah memilih untuk tetap menyelesaikan studi magister ini dengan sebaik mungkin apapun rintangan yang telah dihadapi.
5. Kedua orang tua, kakak-kakak, serta adik atas doa restu, dukungan moral maupun materi kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan studi magister dengan upaya terbaik.
6. Sahabat-sahabat tersayang penulis yang tak lelah untuk mendengarkan segala keluh kesah, tak hentinya memberikan dorongan semangat hidup kepada penulis, serta tak ragu untuk memberikan saran dan kritik yang membangun dalam proses penyusunan tesis ini. Terkhusus kepada Iing, Hanif, Anin, Ana, Nindra, Meisitha, Tiara, Catur, Dafiq, dan Pungky, semoga Allah SWT selalu memberikan balasan terbaik atas segala kebaikan serta doa tulus yang kalian berikan kepada penulis.
7. Semua pihak yang telah membantu dalam proses penyusunan tesis ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa penyusunan tesis ini masihlah jauh dari kata sempurna. Oleh karena itu, penulis mengharapkan kritik serta saran yang membangun untuk meningkatkan kualitas tesis ini.

Semarang, 11 April 2023



Sylvia Mardifa



DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN UJIAN.....	iii
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN.....	iv
SURAT PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
MOTTO.....	vi
ABSTRAK.....	vii
<i>ABSTRACT</i>	viii
KATA PENGANTAR.....	ix
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xvi
BAB I	1
1.1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	8
1.3. Tujuan Penelitian.....	9
1.4. Manfaat Penelitian.....	9
BAB II	11
2.1. Latar Belakang Teoritis.....	11
2.1.1. <i>Grand Theory</i>	11
2.1.2. <i>Trade-Off Theory</i>	12
2.1.3. <i>Pecking Order Theory</i>	14
2.1.4. Teori Irrelevansi Dividen (<i>Irrelevance Theory</i>).....	15
2.1.5. Teori Relevansi Dividen (<i>Bird-in-the-hand Theory</i>).....	16
2.1.6. <i>Tax Preference Theory</i>	16
2.2. Kinerja Keuangan.....	17
2.3. <i>Leverage</i>	21
2.4. Kebijakan Dividen.....	24

2.5. Pertumbuhan Perusahaan.....	26
2.6. Model Empirik Penelitian.....	29
BAB III.....	31
3.1. Jenis Penelitian	31
3.2. Populasi dan Sampel.....	31
3.3. Sumber dan Jenis Data	35
3.3.1. Sumber Data.....	35
3.3.2. Jenis Data	36
3.4. Metode Pengumpulan Data	36
3.5. Variabel dan Indikator	36
3.6. Teknik Analisis Data	38
3.6.1. Analisis Statistik Deskriptif	38
3.6.2. Uji Asumsi Klasik.....	39
3.7. Metode Analisis Data	42
3.7.1. Analisis Verifikatif.....	42
3.7.2. Estimasi Regresi Data Panel	44
3.7.3. Teknik Pemilihan Estimasi Regresi Data Panel.....	45
3.7.4. Uji Hipotesis	49
BAB IV	52
4.1. Analisis Statistik Deskriptif.....	52
4.2. Uji Asumsi Klasik.....	59
4.2.1. Uji Multikolinieritas.....	60
4.2.2. Uji Heteroskedastisitas.....	61
4.3. Estimasi Regresi Data Panel.....	63
4.3.1. Model <i>Common Effect</i>	63
4.3.2. Model <i>Fixed Effect</i>	65
4.3.3. Model <i>Random Effect</i>	68
4.4. Pemilihan Model Regresi Data Panel.....	71
4.4.1. Uji <i>Chow</i> (Perbandingan Metode Model <i>Common Effect</i> dengan Model <i>Fixed Effect</i>).....	71

4.4.2. Uji <i>Hausman</i> (Perbandingan Metode Model <i>Random Effect</i> dengan Model <i>Fixed Effect</i>)	72
4.5. Analisis Regresi Data Panel	73
4.6. Uji Hipotesis	76
4.6.1. Uji t	76
4.6.2. Kelayakan Model (Uji F)	79
4.6.3. Koefisien Determinasi (R^2)	80
4.7. Pembahasan	81
4.7.1. Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Kinerja Keuangan.....	81
4.7.2. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan	82
4.7.3. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan	84
4.7.4. Moderasi Pertumbuhan Perusahaan dalam Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Kinerja Keuangan.....	85
4.7.5. Moderasi Pertumbuhan Perusahaan dalam Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan.....	86
BAB V.....	87
5.1. Kesimpulan.....	87
5.2. Keterbatasan Penelitian	89
5.3. Saran	89
5.3.1. Bagi Penelitian Selanjutnya	89
5.3.2. Bagi Perusahaan.....	90
DAFTAR PUSTAKA	92

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Data Transaksi Jual Beli Saham Sektor Primer (Ekstraktif).....	3
Tabel 1.2. Laba Bersih Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif)	5
Tabel 3.1. Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif) yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021	32
Tabel 3.2. Sampel Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif) yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2016-2021	35
Tabel 3.3. Variabel dan Indikator Penelitian	37
Tabel 4.1. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Dependen Kinerja Keuangan (Y)	53
Tabel 4.2. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Independen <i>Leverage</i> (X1)	54
Tabel 4.3. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Independen Kebijakan Dividen (X2)	56
Tabel 4.4. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Independen dan Variabel Moderasi Pertumbuhan Perusahaan (X3).....	58
Tabel 4.5. Uji Multikolinieritas.....	61
Tabel 4.6. Uji Heteroskedastisitas.....	62
Tabel 4.7. Model <i>Common Effect</i> dengan <i>White's Cross-Section Standard Errors</i>	63
Tabel 4.8. Model <i>Common Effect</i> dengan <i>White's Period Standard Errors</i>	64
Tabel 4.9. Model <i>Common Effect</i> dengan <i>White's Diagonal Standard Errors</i>	65
Tabel 4.10. Model <i>Fixed Effect</i> dengan <i>White's Cross-Section Standard Errors</i>	66
Tabel 4.11. Model <i>Fixed Effect</i> dengan <i>White's Period Standard Errors</i>	66
Tabel 4.12. Model <i>Fixed Effect</i> dengan <i>White's Diagonal Standard Errors</i>	67
Tabel 4.13. Model <i>Random Effect</i> dengan <i>White's Cross-Section Standard Errors</i>	68
Tabel 4.14. Model <i>Random Effect</i> dengan <i>White's Period Standard Errors</i>	69
Tabel 4.15. Model <i>Random Effect</i> dengan <i>White's Diagonal Standard Errors</i> ...	70
Tabel 4.16. Hasil Uji <i>Chow</i>	72

Tabel 4.17. Hasil Uji <i>Hausman</i>	73
Tabel 4.18. Model <i>Fixed Effect</i>	74
Tabel 4.20. Hasil Uji Statistik t.....	77
Tabel 4.19. Hasil Uji Statistik F.....	80
Tabel 4.21. Koefisien Determinasi (R^2).....	80



DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1. Pertumbuhan Indeks Harga Saham Sektor Primer (Ekstraktif) di Bursa Efek Indonesia.....	4
Gambar 2.1. Model Empirik Penelitian	30
Gambar 4.1. Nilai <i>Mean</i> Variabel Dependen Kinerja Keuangan (Y).....	52
Gambar 4.2. Nilai <i>Mean</i> Variabel Independen <i>Leverage</i> (X1).....	54
Gambar 4.3. Nilai <i>Mean</i> Variabel Independen Kebijakan Dividen (X2)	56
Gambar 4.4. Nilai <i>Mean</i> Variabel Independen dan Variabel Moderasi Pertumbuhan Perusahaan (X3).....	58



BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Adanya pandemi COVID-19 di tahun 2020 secara global, menyebabkan seluruh negara di dunia menghadapi perlambatan laju ekonomi. Hal ini menjadi tantangan baru bagi perusahaan dalam mempertahankan eksistensi guna mengatasi perlambatan ekonomi tersebut serta menghadapi persaingan usaha yang semakin ketat di era serba digital seperti saat ini, sehingga dibutuhkan pengetahuan yang baik dan luas tentang kinerja perusahaan. Salah satu divisi yang ikut menentukan keberlangsungan hidup perusahaan adalah divisi keuangan. Kegiatan perusahaan berdasarkan sudut pandang keuangan terbagi menjadi dua bentuk kegiatan utama, yaitu kegiatan perusahaan yang menggunakan dana serta kegiatan perusahaan yang mencari/menghasilkan dana. Dengan demikian, para manajer perusahaan perlu mengetahui dan memahami bahwa kinerja keuangan perlu dikelola sangat baik agar perusahaan dapat mengatasi permasalahan kesulitan keuangan yang timbul.

Kinerja keuangan adalah gambaran kondisi keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu baik menyangkut aspek penghimpunan dana maupun penyaluran dana, yang biasanya diukur dengan indikator kecukupan modal, likuiditas, dan profitabilitas (Jumingan, 2006). Selanjutnya, menurut Sutrisno (2009), kinerja keuangan perusahaan merupakan prestasi yang dicapai perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan tersebut. Jadi,

kinerja keuangan merupakan keadaan keuangan perusahaan pada suatu periode yang dapat diukur dengan beberapa indikator guna mencapai setiap visi dan misi dalam mengembangkan perusahaan.

Perusahaan-perusahaan publik yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia dituntut untuk selalu memperhatikan kinerja sebagai alat ukur keberhasilan perusahaan. Perusahaan perlu melakukan analisis laporan terhadap laporan keuangan. Para investor menggunakan laporan keuangan untuk menganalisis kinerja suatu perusahaan, yang nantinya akan digunakan untuk membuat keputusan berinvestasi dalam bentuk saham apabila perusahaan dipandang memiliki prospek bagus (Fahmi, 2012). Harga saham merupakan cerminan dari kinerja keuangan perusahaan dan kepercayaan investor, serta bergerak searah dengan kondisi keuangan perusahaan. Jika kinerja keuangan perusahaan baik maka harga saham perusahaan pun akan meningkat dan sebaliknya jika kinerja keuangan perusahaan tidak baik atau menurun maka harga saham perusahaan juga akan turun.

Indonesia adalah negara yang berpotensi dari segi sumber daya alam, khususnya sumber daya hayati dan sumber daya energi. Hal ini menjadi dasar yang kuat untuk para pelaku usaha di sektor primer (ekstraktif), yaitu perusahaan pertambangan dan perusahaan pertanian, meningkatkan kinerja perusahaan sehingga dapat menarik minat investor untuk berinvestasi di perusahaannya.

Kontribusi industri pertanian terhadap perekonomian Indonesia cukup signifikan pada dua tahun belakangan ini dan menjadi pilar utama ekonomi nasional yang

konsisten tumbuh serta menyumbang 14.3 persen terhadap PDB nasional pada kuartal III 2021. Hal ini menunjukkan bahwa saham pada sektor pertanian tidak terpengaruh oleh pandemi (Safitri, 2021). Sementara itu, Badan Pusat Statistik (BPS) mencatat ekspor produk pertambangan dan lainnya pada September 2021 mencapai US \$ 3,77 miliar, melesat 183,59% dibandingkan periode yang sama tahun lalu. Kenaikan permintaan ekspor ini tak terlepas dari krisis energi yang tengah terjadi di berbagai belahan dunia, sehingga dapat diperkirakan bahwa saham pada sektor energi, terutama pertambangan akan terus meningkat di masa yang akan datang (I. N. Sari, 2021).

Potensi saham yang menjanjikan pada sektor primer (ekstraktif) seperti yang telah diutarakan di atas, sayangnya belum dimanfaatkan dengan sebaik mungkin oleh masyarakat Indonesia untuk berinvestasi pada sektor tersebut. Hal ini dapat dilihat pada tabel data transaksi jual beli saham sektor primer (ekstraktif) berikut.

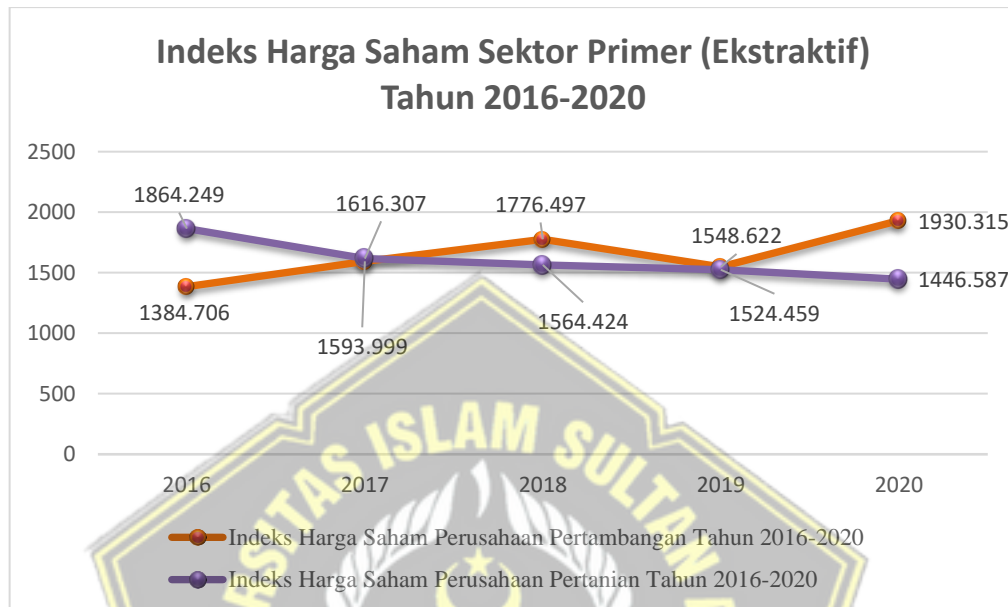
Tabel 1.1. Data Transaksi Jual Beli Saham Sektor Primer (Ekstraktif)

Perusahaan	Tahun	
	2019	2020
Pertambangan	13.169.398	9.180.887
Pertanian	2.031.906	1.076.493
Total	15.201.304	10.257.380

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2020.

Berdasarkan Tabel 1.1. dapat diketahui bahwa transaksi jual beli saham sektor primer (ekstraktif) mengalami penurunan sebesar 4.943.924, dimana perusahaan pertambangan menurun sebesar 3.988.511 dan perusahaan pertanian menurun sebesar 955.413.

Berikut merupakan perkembangan harga saham sektor primer (ekstraktif) tahun 2016-2020.



Gambar 1.1. Pertumbuhan Indeks Harga Saham Sektor Primer (Ekstraktif) di Bursa Efek Indonesia

Sumber: www.ojk.go.id. Data diolah 2022.

Kondisi pertumbuhan indeks harga saham perusahaan pertambangan dan perusahaan pertanian yang fluktuatif ini menjadi fenomena yang perlu diteliti karena ada kemungkinan faktor penyebabnya adalah kondisi keuangan perusahaan yang tidak sehat. Hal ini dapat dilihat dari tabel laba bersih perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia berikut.

Tabel 1.2. Laba Bersih Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif)

Sektor	Tahun	
	2019	2020
Pertambangan	24.100.106.168.741	8.037.922.672.038
Pertanian	-6.068.722.118.393	3.619.561.811.501
Total	18.031.384.050.348	11.657.484.483.539
Rata-rata	269.125.135.080	173.992.305.724

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2020.

Berdasarkan Tabel 1.2. dapat diketahui bahwa laba bersih dari 72 perusahaan sektor primer (ekstraktif), dimana terdapat 47 perusahaan pertambangan serta 25 perusahaan pertanian yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan sebesar Rp 6.373.899.566.808. Jika kondisi keuangan perusahaan yang tidak sehat atau dalam kondisi kesulitan keuangan seperti fenomena ini terus berlanjut, perusahaan perlu mengevaluasi kinerjanya serta melakukan serangkaian perbaikan, agar perusahaan tetap berkembang dan dapat bersaing dengan performa terbaiknya. Salah satu cara untuk mengatasi permasalahan tersebut adalah melalui peningkatan kinerja keuangan berdasarkan faktor pengaruhnya, yaitu *leverage* (Ibhagui dan Olokoyo, 2018); (Tripathy dan Shaik, 2019).

Leverage adalah penggunaan aktiva dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) berarti sumber dana yang berasal dari pinjaman karena memiliki bunga sebagai beban tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sjahrial, 2009). Menurut Tripathy dan Shaik (2019) *leverage* secara positif signifikan berpengaruh dengan kinerja perusahaan. Namun ada beberapa studi yang menyatakan sebaliknya. Salah satunya adalah menurut Ibhagui dan Olokoyo (2018) yang menyatakan bahwa *leverage*

berpengaruh negatif pada kinerja perusahaan yang paling menonjol dan signifikan untuk perusahaan berukuran kecil dan merupakan bukti dari efek negatif yang berkurang seiring pertumbuhan perusahaan, akhirnya menghilang ketika ukuran perusahaan melebihi tingkat ambang yang diperkirakan. Berdasarkan uraian diatas dapat dikatakan bahwa *leverage* memiliki pengaruh terhadap tinggi rendahnya kinerja keuangan perusahaan.

Faktor lain yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah pendapatan bersih yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana *internal financing*. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar (Sartono, 2011). Menurut Murtaza, et al. (2020), kebijakan dividen memiliki dampak positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Khan, et al. (2016), yang menyatakan bahwa rasio *dividend payout* dan *leverage* memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap *return on equity* (kinerja keuangan). Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap tinggi rendahnya kinerja keuangan perusahaan.

Perusahaan yang sedang bertumbuh menggunakan dana internal untuk mendanai investasi baru. Apabila modal tersebut tidak mencukupi, perusahaan akan menggunakan utang, dan sebagai pilihan terakhir, perusahaan akan menerbitkan ekuitas (Vatavu, 2013). Pertumbuhan perusahaan dapat diketahui melalui pertumbuhan penjualan (Brigham dan Houston, 2011). Pertumbuhan perusahaan yang tinggi mencerminkan perusahaan memiliki prospek yang cerah dengan tingkat penjualan yang stabil dan cenderung meningkat, sehingga mengindikasikan bahwa perusahaan mampu melunasi kewajiban atas utang yang digunakannya.

Menurut Novyanny dan Turangan (2017), pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi pertumbuhan penjualan akan membuat tingkat keuntungan yang didapat dari aktivitas penjualan semakin besar, sehingga *return on assets* yang didapatkan perusahaan akan semakin besar pula. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ginting (2019), menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor *property, real estate* dan konstruksi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2017. Hal ini menandakan bahwa ketika pertumbuhan perusahaan yang diprosikan dengan pertumbuhan penjualan meningkat, maka pendapatan perusahaan juga meningkat. Jika perusahaan mampu meningkatkan pendapatan lebih tinggi dibandingkan beban yang muncul dari peningkatan penjualan, maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan atau profit yang lebih tinggi, dengan kata lain kinerja keuangan perusahaan juga akan meningkat.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Wuryani (2020), disebutkan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan, artinya pertumbuhan penjualan yang tinggi memberikan informasi negatif terhadap kinerja keuangan sebagai akibat adanya kebutuhan aset yang meningkat serta biaya perawatan tambahan dalam memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah di atas, dapat dikembangkan masalah penelitian sebagai berikut: ***Bagaimana mengembangkan model leverage, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan sehingga dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia?***

Berdasarkan masalah penelitian tersebut, maka dapat dirumuskan pertanyaan-pertanyaan penelitian sebagai berikut:

- 1) Bagaimana pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2021?
- 2) Bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2021?

- 3) Bagaimana pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2021?
- 4) Bagaimana pertumbuhan perusahaan memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2021?
- 5) Bagaimana pertumbuhan perusahaan memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2021?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini berdasarkan perumusan dan pertanyaan masalah di atas adalah menyusun model peningkatan kinerja keuangan berbasis *leverage*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan, dengan pertumbuhan perusahaan sebagai moderasi.

1.4. Manfaat Penelitian

Pada penulisan penelitian ini ada beberapa manfaat yang ingin dicapai dan diharapkan penelitian ini dapat berguna bagi pihak-pihak lain yang berkepentingan.

Manfaat yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi informasi dan mengembangkan teori yang terkait dengan hubungan *leverage*, kebijakan

dividen, pertumbuhan perusahaan dan kinerja keuangan yang diterapkan dalam analisa saham perusahaan, khususnya perusahaan-perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.

2) Manfaat Praktis

Penelitian ini dibuat sebagai bahan informasi dan masukan bagi perusahaan sektor primer (ekstraktif) pada Bursa Efek Indonesia yang menjadi objek dalam penelitian ini untuk meningkatkan kinerja keuangan, dimoderasi oleh pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang dengan menekankan pada dimensi *leverage*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan yang menjadi variabel dalam penelitian ini.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Latar Belakang Teoritis

2.1.1. *Grand Theory*

Setiap pihak yang memiliki hubungan dengan perusahaan, sangat berkepentingan dengan kinerja keuangan. Perusahaan dalam upaya mewujudkan kinerja keuangan yang baik, memerlukan strategi dalam pembuatan kebijakan, salah satunya adalah kebijakan dividen serta kebijakan utang dengan meningkatkan pertumbuhan perusahaan secara umum guna menentukan tinggi rendahnya rasio kebijakan tersebut. Pentingnya pengukuran kinerja perusahaan dapat dijelaskan dengan dua teori, yaitu teori keagenan (*agency theory*) dan teori sinyal (*signalling theory*).

1) *Agency Theory*

Pada *agency theory* dijelaskan bahwa pada sebuah perusahaan terdapat dua pihak yang saling berinteraksi, yaitu pemilik perusahaan (pemegang saham), dimana selanjutnya disebut sebagai prinsipal dan manajemen perusahaan, dimana selanjutnya disebut sebagai agen yang diberikan kewenangan oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan. Menurut Jensen, M.C., dan Meckling (1976) *agency theory* merupakan perspektif yang secara jelas menggambarkan masalah yang timbul dikarenakan adanya pemisahan fungsi pengelolaan dan kepemilikan. Hal ini menyebabkan adanya asimetri informasi antara manajer dengan pemegang saham dikarenakan manajer lebih mengetahui kondisi internal di perusahaan bila

dibandingkan dengan pemegang saham, sehingga masing-masing pihak memiliki kepentingan yang saling bertentangan, yaitu berusaha untuk mencapai kemakmurannya sendiri.

2) *Signalling Theory*

Pada teori signal dijelaskan bagaimana seharusnya *signal* keberhasilan maupun kegagalan manajemen (agen) disampaikan kepada pemilik (prinsipal) untuk mengurangi informasi asimetris. Menurut Sari dan Zuhrotun (2006) perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal karena adanya informasi asimetris antara perusahaan (manajemen) dengan pihak luar, dimana manajemen mengetahui informasi internal perusahaan yang relatif lebih banyak dan lebih cepat bila dibandingkan dengan pihak luar. Kurangnya informasi yang diperoleh pihak luar tentang perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan tersebut.

2.1.2. *Trade-Off Theory*

Trade off theory dari struktur modal mengacu pada bagaimana sebuah perusahaan menentukan seberapa besar pendanaan dengan utang dan dengan modal (*equity*) yang digunakan untuk menyeimbangkan biaya dan manfaat. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak dari keuntungan pendanaan melalui utang dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang tinggi (Frank dan Goyal, 2007). Teori ini juga menjelaskan bahwa peningkatan utang akan mampu meningkatkan nilai perusahaan, sebab pembayaran bunga yang dapat dikurangkan dari perhitungan pajak (*tax deductible*), selama posisi utang dalam

struktur modal masih berada di bawah target struktur modal yang optimal. Bunga merupakan salah satu pengurang pajak, menyebabkan utang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Secara tidak langsung perusahaan telah membayarkan sebagian biaya dari modal utang, dengan kata lain utang dapat memberi manfaat sebagai perlindungan pajak. Investor akan menerima peningkatan laba operasi perusahaan akibat penggunaan utang.

Kebijakan struktur modal melibatkan perimbangan (*trade off*) antara risiko dan tingkat pengembalian, sebagaimana yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2011), yaitu:

- 1) Menggunakan lebih banyak utang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham.
- 2) Menggunakan lebih banyak utang juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan.

Trade off theory, menyatakan bahwa tingkat bunga yang optimal tercapai ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan, artinya terjadi keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan utang. Manfaat penggunaan utang berbentuk *tax shield* dan biaya penggunaan utang antara lain beban bunga utang, biaya kebangkrutan, maupun *agency cost*.

2.1.3. *Pecking Order Theory*

Teori yang juga mendasari keputusan pendanaan perusahaan adalah *pecking order theory*, yang dikembangkan oleh Stewart C. Myers dan Nicolas Majluf pada tahun 1984. Myers dalam Frank dan Goyal (2007), mengemukakan bahwa adanya kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan atas dasar hierarki risiko (*pecking order*). *Pecking order theory* adalah salah satu risiko yang mendasarkan pada asimetri informasi, dimana akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Dengan kata lain, *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan ekuitas internal (*internal equity*) terlebih dahulu, dan apabila memerlukan pendanaan eksternal (utang/obligasi dan saham), maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan ekuitas eksternal (*external equity*).

Penerbitan obligasi dipilih karena menimbulkan biaya lebih rendah bila dibandingkan dengan penerbitan saham baru. Selain itu, pengumuman penerbitan saham baru diyakini dapat dipandang negatif oleh investor sehingga akan menurunkan harga saham (Najamudin, 2011). *Pecking order theory* menekankan permasalahan informasi asimetri. Manajer tahu lebih banyak mengenai profitabilitas dan prospek perusahaan dibandingkan investor luar. Investor mungkin tidak dapat mengetahui nilai sebenarnya dari harga saham biasa yang baru diterbitkan sehingga enggan untuk membelinya karena mengkhawatirkan harga saham baru tersebut terlalu tinggi/*overpriced* (Brealey, et al., 2006).

Pecking order theory menjelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi justru tingkat utangnya rendah, karena perusahaan memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Perusahaan yang memiliki *financial slack* (dana yang dibangkitkan secara internal) yang cukup, tidak perlu menerbitkan *risk debt* atau saham untuk mendanai proyek-proyek barunya sehingga masalah asimetri informasi tidak akan muncul (Sugiarto, 2009).

2.1.4. Teori Irrelevansi Dividen (*Irrelevance Theory*)

Brigham dan Houston (2011) menuliskan bahwa beberapa kalangan berpendapat, kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan ataupun nilai perusahaan. Oleh karena kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, maka dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Pendukung utama teori irrelevansi dividen (*dividend irrelevance theory*) ini adalah Merton H. Miller dan Franco Modigliani, sehingga teori ini juga biasa disebut sebagai teori MM. Teori MM menunjukkan bahwa dalam dunia yang sempurna (ada kepastian, tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi dan tidak ada pasar lain yang sempurna), dikatakan bahwa nilai dari suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh distribusi dividen.

Menurut teori ini, seperti yang dikutip dari Sundjaja dan Barlian (2002) bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan menghasilkan laba dan risiko dari aktiva (investasi) dan cara ini memisahkan antara dividen dan dana internal ditahan yang tidak mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga perusahaan tidak harus menerapkan kebijakan dividen.

2.1.5. Teori Relevansi Dividen (*Bird-in-the-hand Theory*)

Teori MM mendapatkan pertentangan di kalangan akademik, khususnya Myron J. Gordon dan John Lintner yang berpendapat dalam Brigham dan Houston (2011) bahwa nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dengan menentukan pembagian dividen yang tinggi. Teori relevansi dividen oleh Gordon dan Lintner ini dikenal dengan teori *bird-in-the-hand*. Dikatakan bahwa pemegang saham menyukai dividen sekarang dan ada hubungan langsung antara kebijakan dividen dan nilai pasarnya. Dasar pemikirannya adalah bahwa investor umumnya menghindari risiko dan dividen yang diterima sekarang memiliki risiko yang jauh lebih kecil daripada dividen yang diterima di masa yang akan datang. Pembayaran dividen sekarang dipercaya dapat mengurangi ketidakpastian investor. Sebaliknya, jika dividen dikurangi atau tidak dibayarkan, tingkat ketidakpastian investor akan meningkat dan menyebabkan peningkatan pengembalian yang diinginkan serta mengurangi nilai saham. Oleh karena itu, sesuai dengan teori ini, setiap perusahaan harus mengembangkan kebijakan dividennya agar dapat memaksimalkan nilai perusahaannya.

2.1.6. Tax Preference Theory

Menurut teori ini, investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi. Para investor mungkin lebih suka perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian, para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk

perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi (Brigham dan Houston, 2011).

Litzenberger dan Ramaswamy (1979) memberikan pandangan bahwa pendapatan yang relevan bagi investor, baik dividen maupun *capital gain* adalah pendapatan setelah pajak, sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan, juga setelah pajak. Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi menjadi lebih menarik, tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Tetapi, pajak atas *capital gain* ini lebih menarik daripada pajak atas dividen karena pembayaran pajak *capital gain* baru dibayar jika saham dijual, sehingga investor lebih menyukai dividen dibagikan sekecil-kecilnya.

2.2. Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan adalah suatu analisis yang dilakukan untuk melihat sejauh mana suatu perusahaan telah melaksanakan dengan menggunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar. Menurut Sawir (2005), kinerja keuangan adalah penilaian kondisi keuangan yang menjadi prestasi perusahaan yang memerlukan analisis dengan beberapa tolak ukur seperti rasio dan indeks sehingga dua data keuangan bisa terhubung antara satu dengan yang lain. Sedangkan menurut Fahmi (2012), kinerja perusahaan merupakan suatu gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat-alat analisis keuangan, sehingga dapat diketahui mengenai baik buruknya keadaan keuangan

suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Hal ini sangat penting agar sumber daya digunakan secara optimal dalam menghadapi perubahan lingkungan.

Tujuan pengukuran kinerja keuangan perusahaan menurut Munawir (2012), yaitu:

- 1) Mengetahui tingkat likuiditas yang menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan pada saat ditagih.
- 2) Mengetahui tingkat solvabilitas yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek dan jangka panjang jika perusahaan dilikuidasi.
- 3) Mengetahui tingkat rentabilitas atau profitabilitas yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada periode tertentu.
- 4) Mengetahui tingkat stabilitas yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan usahanya dengan stabil yang diukur dengan mempertimbangkan kemampuan perusahaan untuk membayar utang dan beban bunga atas utang tepat pada waktunya.

Bagi investor, kinerja keuangan perusahaan dibutuhkan untuk mempertimbangkan investasi akan dipertahankan di perusahaan tersebut atau mencari alternatif lain yang lebih menguntungkan. Jika kinerja perusahaan baik maka nilai usaha atau keuntungan akan tinggi. Nilai usaha yang tinggi pasti menarik para investor untuk menanamkan modalnya sehingga harga saham akan naik. Harga saham juga berfungsi sebagai nilai perusahaan. Informasi kinerja keuangan perusahaan bermanfaat untuk hal-hal sebagai berikut.

- 1) Pengukuran prestasi yang dicapai oleh suatu organisasi atau perusahaan berdasarkan fungsi laporan keuangan pada periode tertentu yang mencerminkan tingkat keberhasilan pelaksanaan kegiatan.
- 2) Peninjauan kinerja organisasi secara keseluruhan untuk menilai kontribusi suatu bagian dalam pencapaian tujuan perusahaan berdasarkan manfaat laporan keuangan.
- 3) Dasar penentuan strategi perusahaan untuk masa yang akan datang.
- 4) Petunjuk dalam pembuatan keputusan dan kegiatan organisasi secara keseluruhan dan divisi atau bagian organisasi.
- 5) Dasar penentuan kebijakan penanaman modal agar bisa meningkatkan efisiensi dan produktivitas perusahaan.

Salah satu rasio finansial yang dapat digunakan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan adalah rasio profitabilitas, yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan tingkat keuntungan baik dalam bentuk laba perusahaan maupun nilai ekonomis atas penjualan, asset bersih perusahaan, maupun modal sendiri (Raharjaputra, 2009).

Menurut Kasmir (2012), Syamsudin (2001), Fahmi (2012), Gitman (2008) serta Brigham dan Houston (2011), terdapat beberapa indikator yang dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas, salah satunya adalah *Net Profit Margin*. *Net Profit Margin* adalah ukuran profitabilitas perusahaan dari penjualan setelah memperhitungkan semua biaya dan pajak penghasilan atau dapat dikatakan membandingkan laba bersih setelah pajak dengan penjualan bersih, serta sering

digunakan untuk mengevaluasi efisiensi perusahaan dalam mengendalikan beban-beban yang berkaitan dengan penjualan. Jika suatu perusahaan menurunkan beban relatifnya terhadap penjualan, maka perusahaan tentu akan mempunyai lebih banyak dana untuk kegiatan-kegiatan usaha lainnya.

Berdasarkan definisi dan pemaparan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan merupakan suatu elemen penting untuk keberlangsungannya perusahaan karena merupakan kondisi keuangan perusahaan pada periode tertentu serta perlu dianalisis dengan baik agar manajemen perusahaan dapat mengambil keputusan yang bijak.

Menurut Ehiedu, et al. (2022); Emenike, et al. (2022); Efendi dan Wibowo (2017), *leverage* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan, begitu pula menurut M'rabet dan Boujjat (2016); Farrukh, et al. (2017); W.A, et al. (2021) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan serta menurut Novyanny dan Turangan (2017); Ginting (2019); Astoety, et al. (2019), pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Pengaruh tersebut terdapat pada mekanisme pengawasan dan penanggulangan konflik keagenan dalam perusahaan sektor industri pengelola sumber daya alam yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Penekanan terhadap konflik keagenan yang terjadi dapat diminimalisasikan dengan peningkatan kualitas pertumbuhan perusahaan. Semakin baik penetapan kebijakan rasio dividen dan rasio utang melalui peningkatan kualitas pertumbuhan perusahaan, maka kinerja keuangan akan semakin meningkat.

2.3. *Leverage*

Leverage adalah penggunaan aset dan sumber dana (*source of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sartono, 2011). *Leverage* adalah suatu tingkat kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva dan atau dana yang mempunyai beban tetap (hutang dan atau saham istimewa) dalam rangka mewujudkan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan. Menurut Irawati (2006), *leverage* merupakan suatu kebijakan yang dilakukan oleh suatu perusahaan dalam hal menginvestasikan dana atau memperoleh sumber dana yang disertai dengan adanya beban/biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan. Menurut Fakhruddin (2008), *leverage* merupakan jumlah utang yang digunakan untuk membiayai/membeli aset-aset perusahaan. Perusahaan yang memiliki utang lebih besar dari *equity* dikatakan sebagai perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi.

Perusahaan yang memiliki biaya operasi tetap atau biaya modal tetap, maka perusahaan tersebut menggunakan *leverage*. Penggunaan *leverage* dapat menimbulkan beban dan risiko bagi perusahaan, apalagi jika keadaan perusahaan sedang memburuk. Di samping perusahaan harus membayar beban bunga yang semakin membesar, kemungkinan perusahaan mendapat penalti dari pihak ketiga pun bisa terjadi.

Jenis *leverage* ada tiga macam yaitu *operating leverage*, *financial leverage* dan *combination leverage*. Berikut penjelasan dari masing-masing *leverage* tersebut.

1) **Leverage Operasi (*Operating Leverage*)**

Leverage operasi adalah seberapa besar perusahaan menggunakan beban tetap operasional Hanafi (2004). Menurut Syamsudin (2001), *leverage* operasi adalah kemampuan perusahaan di dalam menggunakan *fixed operating cost* untuk memperbesar pengaruh dari perubahan volume penjualan terhadap *earning before interest and taxes* (EBIT).

2) **Leverage Keuangan (*Financial Leverage*)**

Financial leverage adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan beranggapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar dari pada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham (Sartono, 2011).

3) **Leverage Gabungan (*Combination Leverage*)**

Combination leverage terjadi apabila perusahaan memiliki baik *operating leverage* maupun *financial leverage* dalam usahanya untuk meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham biasa (Sartono, 2011).

Dari penjelasan tersebut maka penulis menyimpulkan bahwa *leverage* merupakan rasio yang mengukur seberapa besar pinjaman utang perusahaan yang dibiayai oleh *assets* (aktiva) dan *equity* (modal) yang dimiliki perusahaan tersebut. *Leverage* timbul karena perusahaan menggunakan aktiva tetap yang menyebabkan harus membayar biaya tetap dan menggunakan utang yang harus membayar biaya tetap atau beban bunga.

Kasmir (2012) menyatakan bahwa *debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas, dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan oleh kreditur dengan pemilik perusahaan. Sedangkan menurut Siegel dan Shim dalam Fahmi (2012), *debt to equity ratio* merupakan ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditur. Berdasarkan pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa *debt to equity ratio* adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk mengetahui seberapa besar modal sendiri untuk menjamin seluruh utang, serta sebagai perbandingan antara dana pihak luar (kreditur) dengan dana perusahaan yang dimiliki oleh perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Tripathy dan Shaik (2019), menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan, artinya semakin tinggi tingkat *leverage* yang dimiliki oleh suatu perusahaan maka kinerja keuangan semakin meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Mwangi, et al. (2019) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar di *Nairobi Securities Exchange* (NSE). Nugraha, et al. (2021) juga menyatakan bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, maka hipotesis yang dikembangkan pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₁: Leverage berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

2.4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) menurut Sartono (2011) adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Sedangkan menurut Riyanto (2008), kebijakan dividen adalah kebijakan yang bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditanam di dalam perusahaan.

Sudana (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan bagian dari keputusan pembelanjaan perusahaan, khususnya berkaitan dengan pembelanjaan internal perusahaan. Hal ini karena besar kecilnya dividen yang dibagikan akan mempengaruhi besar kecilnya laba yang ditahan. Dengan demikian laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham atau *equity inventors*.

Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern atau *internal financial*. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar.

Dari beberapa pengertian kebijakan dividen tersebut diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal pada suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham.

Menurut Myron Gordon dan John Litner dalam buku Brigham dan Houston (2011), imbal hasil investasi turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen karena investor menilai bahwa imbal hasil yang diharapkan dari dividen lebih pasti dibandingkan imbal hasil dari investasi. Konsekuensi dari pemikiran ini adalah bahwa kebijakan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Murtaza, et al., (2020), diketahui bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan, artinya semakin efisien suatu kebijakan dividen yang diterapkan oleh suatu perusahaan, semakin baik pula kinerja keuangan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Israel dan Bein (2019) serta Raed (2020), yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, maka hipotesis yang dikembangkan pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₂: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

2.5. Pertumbuhan Perusahaan

Menurut Kasmir (2012) rasio pertumbuhan perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut ini.

1) Pertumbuhan penjualan.

Pertumbuhan penjualan menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan penjualannya dibandingkan dengan total penjualan secara keseluruhan.

2) Pertumbuhan laba bersih.

Pertumbuhan laba bersih menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan kemampuannya untuk memperoleh keuntungan bersih dibandingkan dengan total keuntungan secara keseluruhan.

3) Pertumbuhan pendapatan per saham.

Pertumbuhan pendapatan per saham menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan kemampuannya untuk memperoleh pendapatan atau laba per lembar saham dibandingkan dengan total laba per saham secara keseluruhan.

4) Pertumbuhan dividen per saham.

Pertumbuhan dividen per saham menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan kemampuannya untuk memperoleh dividen saham dibandingkan dengan total dividen per saham secara keseluruhan.

Menurut Kesuma (2009), *sales growth* adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu. Pertumbuhan penjualan tinggi, maka akan mencerminkan pendapatan perusahaan yang juga meningkat. Laju pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuan mempertahankan keuntungan dalam menandai kesempatan-kesempatan yang akan datang. Pertumbuhan penjualan tinggi maka mencerminkan pendapatan meningkat sehingga beban pajak meningkat. Pertumbuhan penjualan dapat dilihat dari perubahan penjualan tahun sebelum dan tahun periode selanjutnya. Suatu perusahaan dapat dikatakan mengalami pertumbuhan ke arah yang lebih baik jika terdapat peningkatan yang konsisten dalam aktivitas utama operasinya. Perhitungan tingkat penjualan perusahaan dibandingkan pada akhir periode dengan penjualan yang dijadikan periode dasar. Apabila nilai perbandingannya semakin besar, maka dapat dikatakan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan semakin baik.

Sales growth menurut Subramanyam dan John (2014) adalah analisis tren penjualan berdasarkan segmen berguna dalam menilai profitabilitas. Pertumbuhan penjualan seringkali merupakan hasil dari satu atau lebih faktor, termasuk (1) perubahan harga, (2) perubahan volume, (3) akuisisi/divestasi, dan (4) perubahan nilai tukar. Bagian analisis dan diskusi manajemen perusahaan biasanya menawarkan wawasan

tentang penyebab pertumbuhan penjualan. Menurut Widarjo dan Setiawan (2009), *sales growth* mencerminkan kemampuan perusahaan dari waktu ke waktu. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan suatu perusahaan maka perusahaan tersebut berhasil menjalankan strateginya. Sedangkan menurut Barton, et al. (1989), *sales growth* mencerminkan manifestasi keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan masa yang akan datang. Pertumbuhan penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Menurut Carvalho dan Costa (2014), *sales growth* mengacu pada peningkatan penjualan dan layanan antara tahun ini dan tahun sebelumnya dalam persentase.

Berdasarkan definisi diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa *sales growth* menggambarkan peningkatan penjualan dari tahun ke tahun. Tingginya tingkat *sales growth* menunjukkan semakin baik suatu perusahaan dalam menjalankan fungsi operasionalnya.

Pertumbuhan penjualan mencerminkan keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan masa yang akan datang. Pertumbuhan penjualan merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri (Ghozali, et al., 2018). Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Ghozali, et al. (2018), diketahui bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Siddik dan Wulandari (2019), menganalisis pengaruh *sales growth* terhadap profitabilitas dan hasil penelitian menunjukkan jika *sales growth* berpengaruh positif signifikan terhadap

profitabilitas, sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuniastuti (2019), pertumbuhan penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan otomotif.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, maka hipotesis yang dikembangkan pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

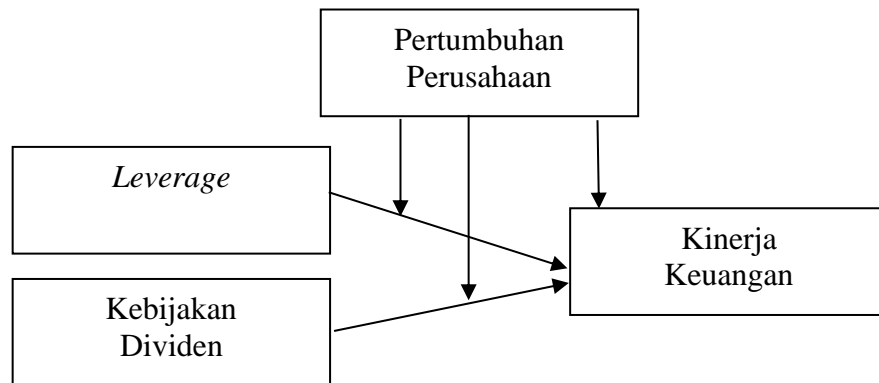
H₃: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

H₄: Pertumbuhan perusahaan memoderasi pengaruh leverage terhadap kinerja keuangan.

H₅: Pertumbuhan perusahaan memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan.

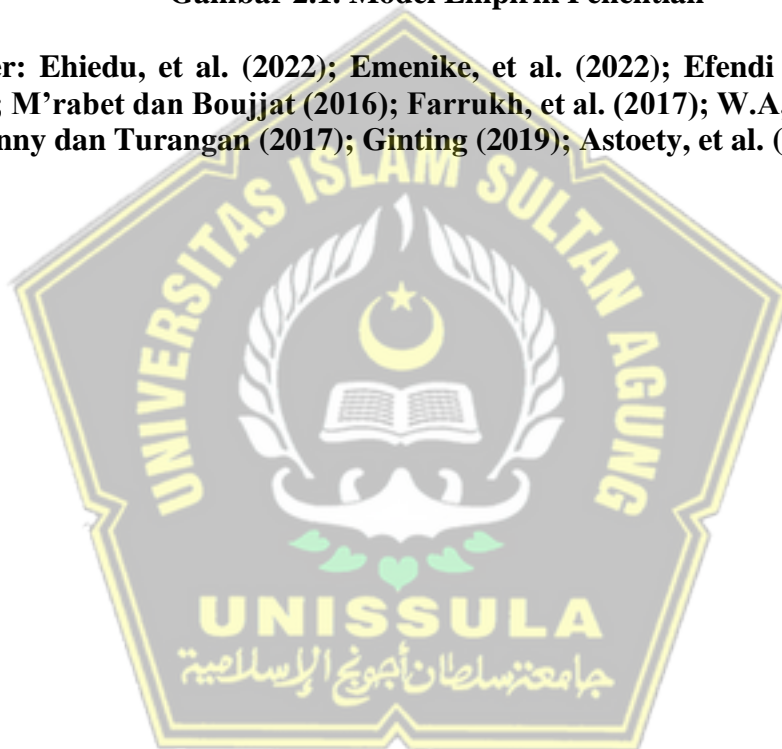
2.6. Model Empirik Penelitian

Berdasarkan kajian pustaka, maka model empirik penelitian ini nampak pada Gambar 2.1. Pada gambar tersebut dapat dijelaskan bahwa kinerja keuangan dipengaruhi oleh *leverage*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan serta pertumbuhan perusahaan sebagai variabel moderasi.



Gambar 2.1. Model Empirik Penelitian

Sumber: Ehiedu, et al. (2022); Emenike, et al. (2022); Efendi dan Wibowo (2017); M'rabet dan Boujjat (2016); Farrukh, et al. (2017); W.A, et al. (2021); Novyanny dan Turangan (2017); Ginting (2019); Astoety, et al. (2019).



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian *explanatory research*, yang menguji pengaruh antar variabel, yaitu variabel independen, variabel moderasi dan variabel dependen. *Explanatory research* ini digunakan oleh peneliti untuk mengukur tingkat keberhasilan *leverage*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan dalam mempengaruhi kinerja keuangan, serta peran pertumbuhan perusahaan dalam memoderasi.

3.2. Populasi dan Sampel

Menurut Sugiyono (2018) populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya.

Berdasarkan *IDX Fact Book* (2018) sistem klasifikasi sektoral yang digunakan untuk mengkategorikan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah *Jakarta Stock Industrial Classification* (JASICA). Segmentasi usaha JASICA umumnya berdasarkan *International Standard Industrial Classification* (ISIC). Sektor kelompok dalam JASICA diklasifikasikan sebagai primer (ekstraktif), sekunder (industri dan manufaktur), dan tersier (jasa).

Populasi dalam penelitian ini diambil dari seluruh perusahaan yang tergabung dalam sektor primer (ekstraktif) Bursa Efek Indonesia, yaitu perusahaan pertambangan dan perusahaan pertanian berdasarkan daftar saham untuk perhitungan periode 2016-2021. Adapun jumlah populasi yang dapat diambil adalah 47 (empat puluh tujuh) perusahaan pertambangan dan 25 (dua puluh lima) perusahaan pertanian, yaitu sebagai berikut.

Tabel 3.1. Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif) yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021

No.	Kode	Nama
Perusahaan Pertambangan		
1	ADRO	Adaro Energy Tbk
2	ARII	Atlas Resources Tbk
3	BOSS	Borneo Olah Sarana Sukses Tbk
4	BSSR	Baramulti Suksessarana Tbk
5	BUMI	Bumi Resources Tbk
6	BYAN	Bayan Resources Tbk
7	DEWA	Darma Henwa Tbk
8	DOID	Delta Dunia Makmur Tbk
9	DSSA	Dian Swastatika Sentosa Tbk
10	FIRE	Alfa Energi Investama Tbk
11	GEMS	Golden Energy Mines Tbk
12	GTBO	Garda Tujuh Buana Tbk
13	HRUM	Harum Energy Tbk
14	INDY	Indika Energy Tbk
15	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk
16	KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk
17	MBAP	Mitrabara Adiperdana Tbk
18	MYOH	Samindo Resources Tbk
19	PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk
20	PTBA	Bukit Asam Tbk
21	PTRO	Petrosea Tbk
22	SMMT	Golden Eagle Energy Tbk
23	TOBA	Toba Bara Sejahtera Tbk
24	TRAM	Trada Alam Minera Tbk
25	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk
26	ARTI	Ratu Prabu Energi Tbk
27	BIPI	Astrindo Nusantara Infrastruktur Tbk

28	ELSA	Elnusa Tbk
29	ENRG	Energi Mega Persada Tbk
30	MEDC	Medco Energi Internasional Tbk
31	MITI	Mitra Investindo Tbk
32	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk
33	SURE	Super Energy Tbk
34	MTFN	Capitalinc Investment Tbk
35	WOWS	Ginting Jaya Energi Tbk
36	ANTM	Aneka Tambang Tbk
37	BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk
38	CITA	Cita Mineral Investindo Tbk
39	DKFT	Central Omega Resources Tbk
40	IFSH	Ifishdeco Tbk
41	INCO	Vale Indonesia Tbk
42	MDKA	Merdeka Copper Gold Tbk
43	PSAB	J Resources Asia Pasifik Tbk
44	SMRU	SMR Utama Tbk
45	TINS	Timah Tbk
46	ZINC	Kapuas Prima Coal Tbk
47	CTTH	Citatah Tbk

Perusahaan Pertanian

1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk
2	ANDI	Andira Agro Tbk
3	ANJT	Austindo Nusantara Jaya Tbk
4	BWPT	Eagle High Plantations Tbk
5	CSRA	Cisadane Sawit Raya Tbk
6	DSNG	Dharma Satya Nusantara Tbk
7	GOLL	Golden Plantation Tbk
8	GZCO	Gozco Plantations Tbk
9	JAWA	Jaya Agra Wattie Tbk
10	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk
11	MAGP	Multi Agro Gemilang Plantation Tbk
12	MGRO	Mahkota Group Tbk
13	PALM	Provident Agro Tbk
14	SGRO	Sampoerna Agro Tbk
15	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk
16	SMAR	Sinar Mas Agro Resources & Technology Tbk
17	SSMS	Sawit Sumbermas Sarana Tbk
18	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk
19	UNSP	Bakrie Sumatera Plantations Tbk
20	CPRO	Central Proteinaprima Tbk
21	DSFI	Dharma Samudera Fishing Industries Tbk
22	IIK	Inti Agri Resources Tbk
23	BEEF	Estika Tata Tiara Tbk

24 BISI BISI International Tbk
25 BTEK Bumi Teknokultura Unggul Tbk

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2020.

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiono, 2018). Dalam penelitian ini, pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah teknik pengumpulan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiono, 2018). Adapun kriteria yang ditetapkan dalam pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

- 1) Perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2016-2021.
- 2) Terdapat kelengkapan informasi laporan keuangan periode tahun 2016-2021 yang dibutuhkan dalam penelitian.
- 3) Perusahaan menggunakan mata uang rupiah dalam penyajian laporan keuangannya selama periode tahun 2016-2021.
- 4) Perusahaan secara konsisten telah mempublikasikan laporan tahunan pada periode tahun 2016-2021.
- 5) Perusahaan secara konsisten membagikan dividen kas selama periode tahun 2016-2021.

Adapun sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

Tabel 3.2. Sampel Perusahaan Sektor Primer (Ekstraktif) yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2016-2021

No.	Kode	Nama
1	PTBA	Bukit Asam Tbk
2	ELSA	Elnusa Tbk
3	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk
4	AALI	Astra Agro Lestari Tbk
5	BISI	BISI International Tbk
6	DSNG	Dharma Satya Nusantara Tbk
7	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk
8	PALM	Provident Agro Tbk
9	SGRO	Sampoerna Agro Tbk
10	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk

Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2020.

Berdasarkan Tabel 3.2., dapat kita ketahui bahwa jumlah sampel pada penelitian ini adalah 60 laporan keuangan tahunan selama periode 2016-2021.

3.3. Sumber dan Jenis Data

3.3.1. Sumber Data

Penelitian ini bersumber dari data sekunder. Menurut Sugiono (2018) data sekunder adalah sumber data yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data. Biasanya dapat diperoleh dari buku, jurnal, laporan, situs web dan sebagainya. Data sekunder ini merupakan data yang sifatnya mendukung keperluan data primer. Data sekunder pada penelitian ini merupakan data berupa *Annual Report* perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2016-2021 serta dapat diakses melalui *www.idx.co.id*.

3.3.2. Jenis Data

Jenis data menurut sifatnya terdiri dari data kuantitatif dan data kualitatif. Menurut Hasan (2017) data kuantitatif adalah data yang berbentuk bilangan, sedangkan data kualitatif adalah data yang tidak berbentuk bilangan. Jenis data dalam penelitian ini adalah data kuantitatif.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Menurut Sugiyono (2018) dokumen merupakan catatan peristiwa yang sudah berlalu. Dokumen bisa berbentuk tulisan, gambar atau karya-karya monumental dari seseorang, sehingga teknik dokumentasi dapat diartikan mencari data mengenai hal-hal atau variabel penelitian yang berupa catatan, transkrip, buku, surat kabar, dan sebagainya. Setelah dipelajari, kemudian peneliti melakukan pencatatan dan penghitungan dengan cara mengelompokkan informasi untuk menyelesaikan masalah-masalah berdasarkan data-data yang objektif dan relevan. Sumber data diperoleh dari data eksternal atau data sekunder perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan data dapat diakses melalui www.idx.co.id.

3.5. Variabel dan Indikator

Variabel penelitian ini mencakup *leverage*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan sebagai variabel independen, kinerja keuangan sebagai variabel

dependen, serta peran pertumbuhan perusahaan sebagai variabel moderasi. Adapun masing-masing indikator nampak pada Tabel 3.3.

Tabel 3.3. Variabel dan Indikator Penelitian

No	Variabel dan Definisi	Indikator	Skala
1.	Kinerja Keuangan Tampilan kondisi keuangan perusahaan selama periode waktu tertentu untuk mengukur keberhasilan suatu perusahaan berdasarkan laporan keuangan. Kinerja keuangan pada penelitian ini diproksikan dengan <i>net profit margin</i> .	<i>Net Profit Margin</i> = $\frac{\text{Income after Taxes}}{\text{Net Sales}} \times 100\%$ (Mappanyuki dan Sari, 2017)	Rasio
2.	<i>Leverage</i> Diproksikan dengan <i>debt to equity ratio</i> yang menunjukkan hubungan antara jumlah keseluruhan utang yang diberikan oleh kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan.	<i>Debt to Equity Ratio</i> = $\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$ (Rahim, et al., 2021)	Rasio
3.	Kebijakan Dividen Keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan	<i>Dividend Payout Ratio</i> = $\frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}} \times 100\%$ (Israel & Bein, 2019)	Rasio

investasi dimasa datang.

4. Pertumbuhan Perusahaan $Sales Growth =$ Rasio

Pertumbuhan perusahaan pada penelitian ini diprosikan dengan $sales growth$, yaitu ukuran keberhasilan investasi yang terjadi pada periode sebelumnya sehingga dapat dijadikan prediksi pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang.

$$\frac{Net Sales(t) - Net Sales(t - 1)}{Net Sales(t - 1)} 100\%$$

(Siddik dan Wulandari, 2019)

Sumber: Rahim, et al. (2021); Israel & Bein (2019); Mappanyuki dan Sari (2017); Siddik dan Wulandari (2019).

3.6. Teknik Analisis Data

Tahapan analisis yang dilakukan pada penelitian adalah sebagai berikut.

3.6.1. Analisis Statistik Deskriptif

Menurut Sugiyono (2018) analisis statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dan menggambarkan variabel-variabel dalam penelitian. Analisis statistik deskriptif

meliputi nilai *median*, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*) dan standar deviasi.

3.6.2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mendapatkan hasil akurat pada penelitian, setelah memperoleh hasil yang akurat maka bisa dilanjutkan dengan melakukan pengujian menggunakan analisis regresi berganda. Pengujian ini dilakukan guna membuktikan bahwa apakah pada model yang digunakan, data yang dimiliki berdistribusi normal atau tidak, serta apakah pada penelitian terjadi penyimpangan atau tidak. Terdapat 4 uji asumsi klasik yang harus dilakukan yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

1) Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel residual atau pengganggu memiliki distribusi normal (Basuki dan Prawoto, 2017). Model regresi yang baik yaitu yang mempunyai distribusi data normal. Normalitas dapat dideteksi dengan melihat titik-titik yang menyebar disekitar garis diagonal dari grafik, dasar pengambilan keputusan yaitu apabila data menyebar disekitar garis diagonal serta mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas, sedangkan apabila data menyebar jauh dari garis diagonal maka tidak memenuhi asumsi normalitas.

Penelitian untuk menguji normalitas residual adalah dengan menggunakan uji statistik nonparametrik *kolmogorov smirnov*. Uji ini diyakini lebih akurat dibanding

uji normalitas menggunakan grafik. Apabila *asymptotic significance* dalam Uji *Kolmogorov Smirnov* lebih besar dari 5%, maka data terdistribusi normal (Basuki dan Prawoto, 2017):

- a. Jika *probability value* $> 0,05$ maka H_0 diterima atau berdistribusi normal
- b. Jika *probability value* $< 0,05$ maka H_0 ditolak atau tidak berdistribusi normal.

2) Uji Multikolinearitas

Tujuan uji multikolinearitas yaitu untuk menguji apakah terdapat korelasi antar variabel bebas pada model regresi. Model regresi yang baik adalah yang tidak ditemukan korelasi antar variabel bebas. Pengujian terhadap adanya multikolinearitas pada model regresi dapat dilakukan dengan menggunakan nilai *tolerance* dan VIF (*variance inflation factor*). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi, nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai *variance inflation factor* yang tinggi ($VIF = 1/Tolerance$). Menurut Basuki dan Prawoto (2017), kriteria pengambilan keputusan dengan nilai *tolerance* dan VIF (*Variance inflation factor*) adalah sebagai berikut:

- a. Apabila nilai *tolerance* > 0.10 dan nilai *VIF* < 10 , maka tidak terjadi multikolinearitas.
- b. Apabila nilai *tolerance* < 0.10 dan nilai *VIF* > 10 , maka terjadi multikolinearitas.

3) Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas untuk menguji apakah terjadi ketidaksamaan *variance* pada model regresi dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Basuki dan Prawoto, 2017). Homoskedastisitas terjadi apabila *variance* dari residual dari pengamatan satu ke pengamatan yang lain tetap. Sebaliknya, apabila *variance* berbeda maka terjadi heteroskedastisitas. Model regresi yang baik harus homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Menurut Ghozali (2016), untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas, yaitu dengan menggunakan uji *gletser*:

- a. Apabila nilai signifikansi > 0.05 (alpha), maka tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi.
- b. Apabila nilai signifikansi < 0.05 (alpha), maka terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi.

4) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk menguji apakah dalam suatu hubungan regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (tahun sebelumnya) (Basuki dan Prawoto, 2017). Dengan demikian, uji autokorelasi hanya dapat dilakukan pada data *time series* (runtut waktu), sebab yang dimaksud dengan autokorelasi adalah sebuah nilai pada sampel atau observasi tertentu yang sangat dipengaruhi oleh nilai observasi sebelumnya. Oleh karena itu, penelitian yang menggunakan data *cross section* maupun data panel, tidak perlu melakukan uji autokorelasi.

Pengujian autokorelasi pada data yang bukan *time series*, baik data *cross section* maupun data panel, hanya akan sia-sia semata atau tidaklah berarti (Basuki dan Prawoto, 2017). Hal ini dikarenakan khususnya pada data panel, walaupun ada data runtut waktu (*time series*), namun bukan merupakan *time series* murni (waktu yang tidak berulang). Oleh sebab itu, uji autokorelasi tidak dilakukan dalam penelitian ini. Dengan kata lain, dalam penelitian ini diasumsikan bahwa untuk variabel independen tertentu tidak ada autokorelasi atau korelasi seri di antara faktor gangguan.

Berdasarkan dari penjelasan di atas, dapat diketahui bahwa dalam penelitian ini hanya melakukan tiga pengujian asumsi klasik, yaitu uji normalitas, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas.

3.7. Metode Analisis Data

3.7.1. Analisis Verifikatif

Analisis verifikatif merupakan analisis yang bertujuan untuk menguji secara matematis dugaan mengenai adanya hubungan antar variabel dari masalah yang sedang diteliti, atau dengan kata lain analisis verifikatif dilakukan untuk menguji kebenaran suatu hipotesis. Analisis ini digunakan untuk menjawab rumusan masalah, yaitu mengembangkan model *leverage*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan, sehingga dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, serta peran pertumbuhan perusahaan sebagai variabel moderasi. Teknik analisis verikatif yang dilakukan pada penelitian ini adalah analisis regresi data panel dengan menggunakan aplikasi *Eviews 10*.

Menurut Ajija, et al. (2020) data panel merupakan kombinasi data *time series* dan data *cross section* dengan mengakomodasi informasi baik yang terkait variabel-variabel *cross section* maupun *time series*. Keuntungan menggunakan data panel menurut Widarjono (2009), yaitu mampu menyediakan data yang lebih banyak sehingga akan menghasilkan *degree of freedom* yang lebih besar serta dapat mengatasi masalah yang timbul ketika ada masalah penghilangan variabel.

Ajija (2020) mengungkapkan bahwa penggunaan data panel memiliki beberapa keunggulan diantaranya adalah:

- 1) Data panel mampu memperhitungkan heterogenitas individu secara eksplisit dengan mengizinkan variabel spesifik individu.
- 2) Kemampuan mengontrol heterogenitas individu ini, pada gilirannya menjadikan data panel dapat digunakan untuk menguji dan membangun model perilaku yang lebih kompleks.
- 3) Data panel mendasarkan diri pada observasi *cross section* yang berulang-ulang (*time series*), sehingga metode data panel cocok digunakan sebagai *study of dynamic adjustment*.
- 4) Tinggi jumlah observasi memiliki implikasi data yang lebih informatif, lebih variatif, kolinearitas antar variabel yang semakin berkurang, dan peningkatan derajat kebebasan (*degree of freedom*), sehingga dapat diperoleh hasil estimasi yang lebih efisien.
- 5) Data panel yang digunakan untuk mempelajari model-model perilaku yang kompleks.
- 6) Data panel dapat meminimalisir bias yang mungkin ditimbulkan oleh agregasi

data individu.

Keunggulan-keunggulan tersebut diatas memiliki implikasi pada tidak harus dilakukan pengujian asumsi klasik dalam model data panel. Selanjutnya model regresi yang digunakan untuk menganalisis data panel disebut sebagai model regresi data panel. Model umum matematis dari data panel adalah:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{1it} * X_3 + \beta_5 X_{2it} * X_3 + e_{it}$$

Keterangan :

Y_{it} : Kinerja keuangan perusahaan pada tahun ke t

β_0 : Konstanta

$\beta_1 - \beta_5$: Koefisien regresi

X_{1it} : *Leverage* perusahaan pada tahun ke t

X_{2it} : Kebijakan dividen perusahaan pada tahun ke t

X_{3it} : Pertumbuhan perusahaan pada tahun ke t

e_{it} : *Error term*

3.7.2. Estimasi Regresi Data Panel

Menurut Widarjono (2009), ada beberapa metode yang biasa digunakan untuk mengestimasi model regresi dengan data panel, yaitu:

1) Koefisien Tetap Antar Waktu dan Individu (*Common Effect*)

Teknik yang paling sederhana untuk mengestimasi data panel adalah hanya dengan mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*. Dengan hanya menggabungkan data tersebut tanpa melihat perbedaan antar waktu dan individu maka bisa menggunakan metode OLS untuk mengestimasi model data panel.

Metode ini dikenal dengan estimasi *Common Effect*. Dalam pendekatan ini tidak memperhatikan dimensi individu maupun waktu. Diasumsikan bahwa perilaku data antar perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu.

2) Slope Konstan Tetapi Intersep Berbeda Antar Individu (*Fixed Effect*)

Teknik model *fixed effect* adalah teknik mengestimasi data panel dengan menggunakan variabel *dummy* untuk menangkap adanya perbedaan intersep. Pengertian *fixed effect* ini didasarkan adanya perbedaan intersep antara perusahaan namun intersepanya sama antar waktu (*time invariant*), selain itu juga mengasumsikan bahwa koefisien regresi (*slope*) tetap antar perusahaan dan antar waktu. Model estimasi ini seringkali disebut dengan teknik *Least Square Dummy Variables* (LSDV).

3) Estimasi dengan Pendekatan *Random Effect*

Model *random effect* menggunakan variabel gangguan (*error terms*) dalam mengatasi berkurangnya derajat kebebasan (*degree of freedom*) yang mengurangi efisiensi parameter. Di dalam model ini akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu.

3.7.3. Teknik Pemilihan Estimasi Regresi Data Panel

Menurut Widarjono (2009) dalam pemilihan teknik estimasi data panel terdapat tiga uji perbandingan yang digunakan. Pertama, uji *Chow* digunakan untuk memilih antara metode *Common Effect* atau *Fixed Effect*. Kedua, uji *Lagrange Multiplier* (LM) digunakan untuk memilih antara *Common Effect* atau *Random Effect*. Ketiga,

uji *Hausman* yang digunakan untuk memilih antara *Fixed Effect* atau *Random Effect*. Adapun penjelasan mengenai pemilihan teknik estimasi data panel diatas adalah sebagai berikut:

1) Uji Perbandingan Metode *Common Effect* (PLS) dengan *Fixed Effect Model* (FEM)

Untuk menguji Metode *Common Effect* dengan Model *Fixed Effect* menggunakan uji statistik F. Uji statistik F digunakan untuk mengetahui apakah teknik regresi data panel dengan *Fixed Effect* lebih baik dari model regresi data panel tanpa variabel *dummy* dengan melihat *residual sum of squares* (RSS).

Adapun uji F statistiknya adalah sebagai berikut (Widarjono, 2009).

$$F = \frac{(RSS_1 - RSS_2)/m}{(RSS_2)/(n - k)}$$

Keterangan:

RSS1 : *Residual sum of square* teknik tanpa variabel *dummy*.

RSS2 : *Residual sum of square fixed effect model* dengan variabel *dummy*.

M : Jumlah restriksi linear.

K : Jumlah parameter dalam regresi tanpa restriksi.

N : Jumlah observasi.

Nilai statistik F hitung akan mengikuti distribusi statistik F dengan derajat kebebasan (df) sebanyak *m* untuk *numerator* dan sebanyak (n-k) untuk *denominator* yang merupakan jumlah restriksi dalam model tanpa variabel *dummy*. N merupakan jumlah observasi dan k adalah jumlah parameter dalam model *Fixed Effect*. Jika $F_{hitung} > F_{tabel}(m, n-k)$ maka OLS model *invalid* sehingga *Least Square Dummy*

Variable (LSDV) atau *Fixed Effect Model* (FEM) adalah *valid*. Maka hipotesis yang digunakan dalam uji ini adalah:

1. Jika H_0 diterima ($p\text{-value} > 5\%$), maka model mengikuti *Common Effect*.
2. Jika H_0 ditolak dan H_1 diterima ($p\text{-value} < 5\%$), maka model mengikuti *Fixed Effect Model*.

2) Uji Perbandingan Metode *Common Effect* (PLS) dengan *Random Effect Model* (REM)

Untuk mengetahui apakah model *Random Effect* lebih baik dari metode OLS digunakan uji *Lagrange Multiplier* (LM). Uji signifikansi *Random Effect* ini dikembangkan oleh *Bruesch Pagan*. Menurut Widarjono (2009), metode *Bruesch Pagan* untuk uji signifikansi model *Random Effect* didasarkan pada nilai residual dari metode OLS. Adapun nilai statistik *Lagrange Multiplier* (LM) dihitung berdasarkan formula sebagai berikut:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n \left[\sum_{t=1}^T \hat{e}_{it} \right]^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \hat{e}_{it}^2} - 1 \right]^2$$

Keterangan :

n = jumlah individu,

T = jumlah periode waktu. dan

e = residual metode OLS.

Uji *Lagrange Multiplier* (LM) ini didasarkan pada distribusi *Chi-square* dengan *degree of freedom* sebesar jumlah variabel independen. Jika nilai *Lagrange*

Multiplier (LM) statistik lebih besar daripada nilai kritis statistik *Chi-square* maka hipotesis nol ditolak. Artinya, estimasi yang tepat untuk model regresi data panel adalah metode *Random Effect* daripada metode OLS. Sebaliknya jika nilai *Lagrange Multiplier* (LM) statistik lebih kecil dari nilai statistik *Chi-square* sebagai nilai kritis maka hipotesis nol diterima. Estimasi *Random Effect* dengan demikian tidak bisa digunakan untuk regresi data panel, tetapi digunakan metode OLS.

3) Uji Perbandingan Metode *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *Random Effect Model* (REM)

Uji *Hausman* adalah uji statistik yang digunakan untuk memilih apakah menggunakan model *Fixed Effect* atau *Random Effect*. Uji *Hausman* ini didasari oleh heterogenitas antar individu dan korelasinya dengan variabel bebas. Statistik uji *Hausman* ini mengikuti distribusi statistik *Chi Square* dengan *degree of freedom* sebanyak k dimana k adalah jumlah variabel independen. Jika nilai statistik *Hausman* lebih besar dari nilai kritisnya maka model yang tepat adalah model *Fixed Effect* sedangkan sebaliknya bila nilai statistik *Hausman* lebih kecil dari nilai kritisnya maka model yang tepat adalah model *Random Effect*.

Hipotesis yang digunakan dalam Uji *Hausman* adalah:

- 1) Jika H_0 diterima ($p\text{-value} > 5\%$), maka model mengikuti *Random Effect Model*.
- 2) Jika H_0 ditolak dan H_1 diterima ($p\text{-value} < 5\%$), maka model mengikuti *Fixed Effect Model*.

3.7.4. Uji Hipotesis

1) Uji t

Menurut Widarjono (2009) uji t merupakan suatu prosedur yang mana hasil sampel dapat digunakan untuk verifikasi kebenaran atau kesalahan hipotesis nol (H_0). Keputusan untuk menerima atau menolak H_0 dibuat berdasarkan nilai uji statistik yang diperoleh dari data. Untuk menguji hipotesis ini digunakan statistis t dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut:

- 1) Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka secara statistik variabel independen signifikan mempengaruhi variabel dependen atau sebaliknya.
- 2) Jika nilai signifikansi $\alpha < 0,05$ (pada derajat kepercayaan 5 %) maka suatu variable independen signifikan mempengaruhi variabel dependen atau sebaliknya.

2) Uji Hipotesis Koefisien Regresi Secara Menyeluruh (Uji F)

Menurut Widarjono (2009) uji F digunakan untuk mengetahui pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Untuk menguji hipotesis ini digunakan statistik F dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut:

- 1) Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka secara bersama-sama semua variabel independen mempengaruhi variabel dependen atau sebaliknya.

- 2) Jika nilai signifikansi $\alpha < 0,05$ (pada derajat kepercayaan 5 %) maka secara bersama-sama semua variabel independen mempengaruhi variabel dependen atau sebaliknya.

3) Koefisien Determinasi (R^2)

Widarjono (2009) mengungkapkan bahwa konsep koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa baik garis regresi cocok dengan datanya atau mengukur persentase total variasi Y yang dijelaskan oleh garis regresi. Koefisien determinasi (R^2) dapat didefinisikan oleh garis proporsi atau persentase dari total variasi variabel dependen Y yang dijelaskan oleh garis regresi (variabel independen X). Nilai koefisien determinasi terletak antara 0 dan 1. Semakin mendekati angka 1 artinya semakin baik garis regresi karena mampu menjelaskan data aktualnya. Sebaliknya, semakin mendekati angka 0 maka mempunyai regresi yang kurang baik.

Koefisien determinasi hanyalah konsep statistik. Sebuah garis regresi adalah baik jika nilai R^2 tinggi dan sebaliknya bila R^2 adalah rendah maka mempunyai regresi yang kurang baik. Namun demikian, peneliti harus memahami bahwa rendahnya nilai R^2 dapat terjadi karena beberapa alasan. Dalam kasus khusus variabel independen (X) mungkin variabel yang menjelaskan dengan baik terhadap variabel dependen (Y) walaupun peneliti percaya bahwa X mampu menjelaskan Y. Akan tetapi, dalam regresi runtut waktu (*time series*) kita seringkali mendapatkan nilai R^2 yang tinggi. Hal ini terjadi hanya karena setiap variabel yang berkembang dalam runtut waktu mampu menjelaskan dengan baik variasi variabel lain yang juga

berkembang dalam waktu yang sama. Dengan kata lain data runtut waktu diduga mengandung unsur *trend* yakni bergerak dalam arah yang sama. Di lain pihak, dalam data antar tempat atau antar ruang (*cross section*) akan menghasilkan nilai R^2 yang rendah. Hal ini terjadi karena adanya variasi yang besar antara variabel yang diteliti pada periode waktu yang sama.



BAB IV

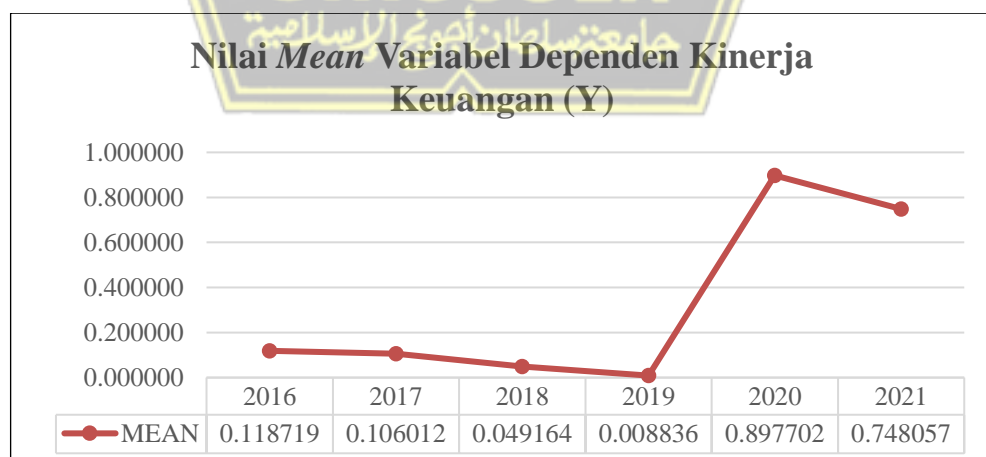
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dan menggambarkan variabel-variabel dalam penelitian meliputi nilai rata-rata (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi. Analisis statistik deskriptif dilakukan pada variabel independen *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), pertumbuhan perusahaan (X3) serta perannya sebagai variabel moderasi, dan variabel dependen kinerja keuangan (Y).

1) Variabel Dependen Kinerja Keuangan (Y)

Hasil analisis statistik deskriptif variabel dependen kinerja keuangan (Y) dapat dilihat pada Gambar 4.1. dan Tabel 4.1. berikut ini.



Gambar 4.1. Nilai Mean Variabel Dependen Kinerja Keuangan (Y)

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.1. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Dependen Kinerja Keuangan (Y)

Kinerja Keuangan	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021
<i>Mean</i>	0.118719	0.106012	0.049164	0.008836	0.897702	0.748057	0.321415
<i>Maximum</i>	0.187300	0.233538	0.241939	0.185445	8.352379	6.360799	8.352379
<i>Minimum</i>	0.019816	0.018595	-0.249636	-0.373899	-0.05475	0.011142	-0.3739
<i>Std. Dev.</i>	0.060249	0.066897	0.130086	0.149844	2.620367	1.974003	1.334222

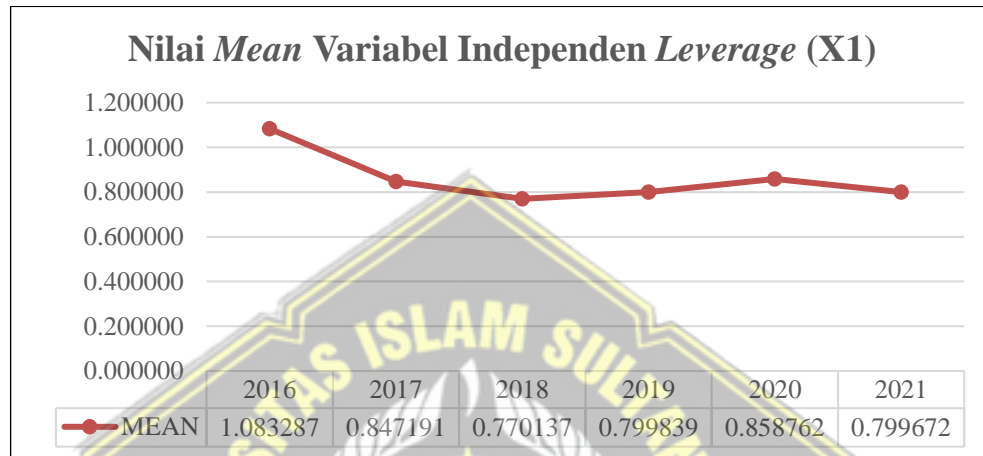
Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.1. menunjukkan sebaran data untuk variabel dependen kinerja keuangan (Y) yang diukur dengan menggunakan perhitungan *net profit margin after tax* tahun 2016-2021. Sebaran data menunjukkan nilai tertinggi (maksimum) dari kinerja keuangan (Y) perusahaan sektor primer (ekstraktif) sebesar 8.352679 dan nilai terendah (minimum) sebesar -0.3739 sehingga dapat diketahui bahwa besar nilai NPM pada perusahaan sampel berkisar antara -37% sampai 835%. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan sampel mengalami rugi sebesar 37% dari pendapatan bersih setelah pajak terhadap total penjualan bersih dan menghasilkan laba maksimal sebesar 835% dari pendapatan bersih setelah pajak terhadap total penjualan bersih. Nilai standar deviasi kinerja keuangan (Y) pada tahun 2016-2021 lebih besar dari nilai *mean* kinerja keuangan (Y), artinya varians data relatif besar dengan melihat jauhnya nilai *mean* dengan standar deviasi.

Berdasarkan Gambar 4.1., variabel dependen kinerja keuangan (Y) memiliki nilai *mean* selama tahun 2016 sampai dengan tahun 2021 yang cenderung mengalami kenaikan, dimana pada tahun 2016 nilai *mean* sebesar 0.118719 (11.87%) dan pada tahun 2021 nilai *mean* menjadi sebesar 0.748057 (74.81%), meskipun tahun 2017-2019 sempat mengalami penurunan dengan nilai *mean* terendah sebesar 0.008836, artinya perusahaan sampel pada tahun 2019 memiliki keuntungan sebesar 0.88%.

2) Variabel Independen *Leverage* (X1)

Hasil analisis statistik deskriptif variabel independen *leverage* (X1) dapat dilihat pada Gambar 4.2. dan Tabel 4.2. berikut ini.



Gambar 4.2. Nilai Mean Variabel Independen *Leverage* (X1)

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.2. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Independen *Leverage* (X1)

<i>Leverage</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021
<i>Mean</i>	1.083287	0.847191	0.770137	0.799839	0.858762	0.799672	0.859815
<i>Maximum</i>	2.226090	2.025993	1.550395	2.208257	2.114172	1.946993	2.22609
<i>Minimum</i>	0.179753	0.170898	0.191911	0.19701	0.127164	0.050033	0.050033
<i>Std. Dev.</i>	0.733646	0.626872	0.490927	0.65944	0.709343	0.648806	0.630231

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

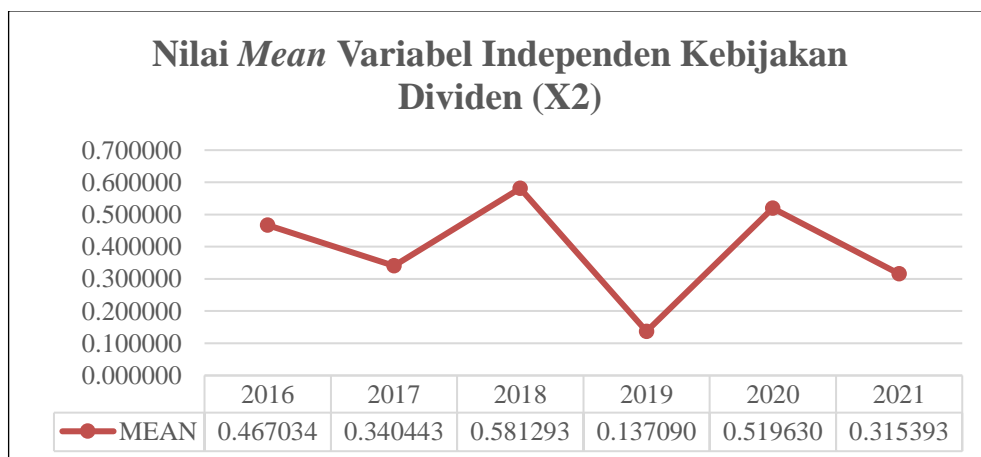
Tabel 4.2. menunjukkan sebaran data untuk variabel independen *leverage* (X1) yang diukur dengan menggunakan perhitungan *debt to equity ratio* tahun 2016-2021. Sebaran data menunjukkan nilai tertinggi (maksimum) dari *leverage* (X1) perusahaan sektor primer (ekstraktif) sebesar 2.22609 dan nilai terendah (minimum) sebesar 0.050033 sehingga dapat diketahui bahwa besar nilai DER pada sampel penelitian ini berkisar antara 5% sampai 222%. Hal ini menunjukkan bahwa

minimum proporsi utang terhadap ekuitas adalah 5% dan maksimum proporsi utang terhadap ekuitas adalah 222%. Nilai standar deviasi *leverage* (X1) pada tahun 2016-2021 lebih kecil dari nilai *mean leverage* (X1), artinya varians data relatif kecil dengan melihat dekatnya nilai *mean* dengan standar deviasi.

Berdasarkan Gambar 4.2. dapat diketahui bahwa variabel independen *leverage* (X1) memiliki nilai *mean* selama tahun 2016 sampai dengan tahun 2021 yang cenderung mengalami penurunan, dimana pada tahun 2016 nilai *mean* sebesar 1.083287 (108%) dan pada tahun 2021 nilai *mean* menjadi sebesar 0.799672 (79%) meskipun sempat mengalami kenaikan pada tahun 2019 hingga tahun 2020. Upaya penurunan jumlah utang terhadap ekuitas yang dilakukan oleh perusahaan sampel, bertujuan untuk mengurangi biaya utang agar tidak mengganggu profitabilitas perusahaan sampel.

3) Variabel Independen Kebijakan Dividen (X2)

Hasil analisis statistik deskriptif variabel independen kebijakan dividen (X2) dapat dilihat pada Gambar 4.3. dan Tabel 4.3. berikut ini.



Gambar 4.3. Nilai *Mean* Variabel Independen Kebijakan Dividen (X2)

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.3. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Independen Kebijakan Dividen (X2)

Kebijakan Dividen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021
<i>Mean</i>	0.467034	0.340443	0.581293	0.137090	0.519630	0.315393	0.39348
<i>Maximum</i>	1.200560	1.364081	2.698730	2.258073	2.042118	1.530516	2.69873
<i>Minimum</i>	0	0.094941	0.090852	-2.318792	-0.250206	-0.077412	-2.31879
<i>Std. Dev.</i>	0.402041	0.373399	0.772038	1.356531	0.669372	0.447686	0.733974

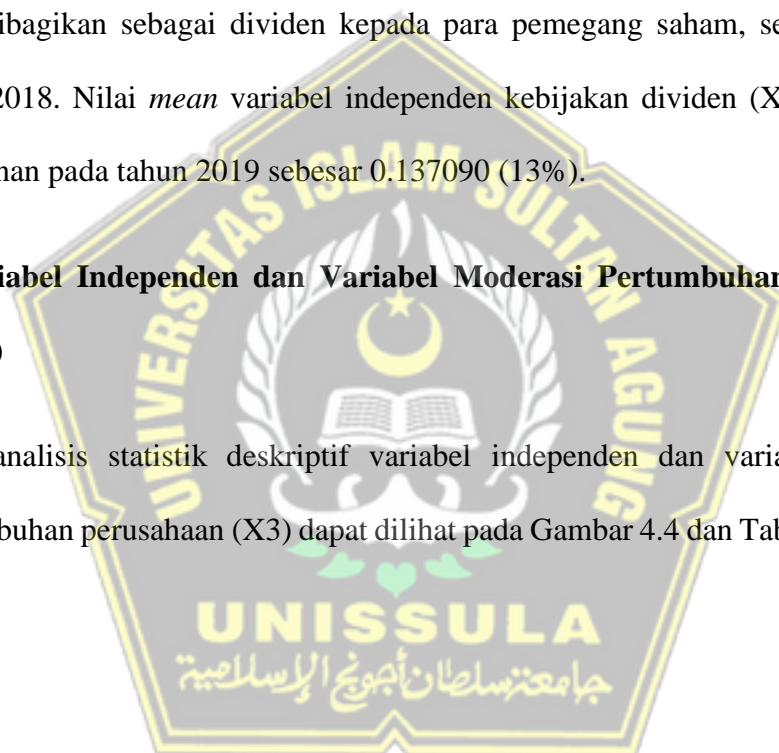
Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

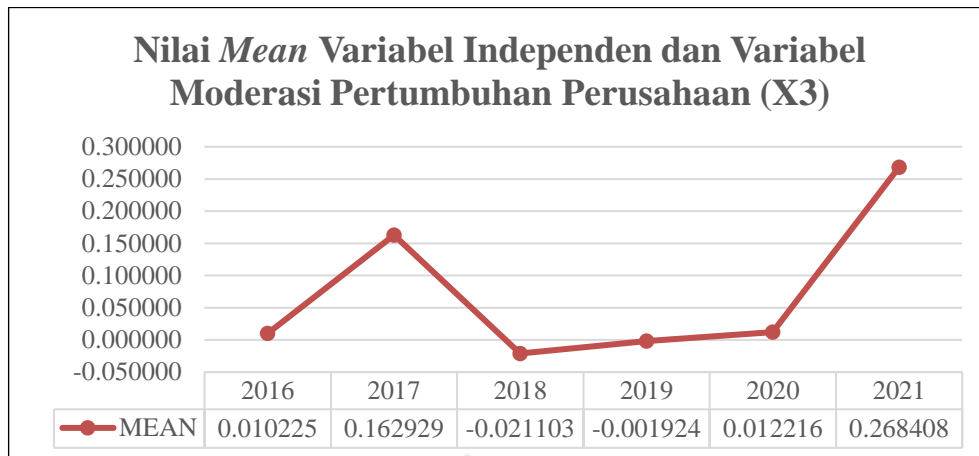
Tabel 4.3. menunjukkan sebaran data untuk variabel independen kebijakan dividen (X2) yang diukur dengan menggunakan perhitungan *dividend payout ratio* tahun 2016-2021. Sebaran data menunjukkan nilai tertinggi (maksimum) dari kebijakan dividen (X2) perusahaan sektor primer (ekstraktif) sebesar 2.69873 dan nilai terendah (minimum) sebesar -2,318792 sehingga dapat diketahui bahwa besar nilai DPR pada sampel penelitian ini berkisar antara -231% sampai 269%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel tetap membayarkan dividennya meskipun sedang mengalami kerugian. Terkadang, perusahaan akan mempertahankan dividennya meskipun mereka merugi dalam setahun dengan cara mengumpulkan dana yang diperlukan melalui kombinasi kas, menerbitkan utang atau ekuitas, atau menjual aset untuk melakukan pembayaran dividen. Nilai standar deviasi kebijakan dividen (X2) pada tahun 2016-2021 lebih besar dari nilai *mean* kebijakan dividen (X2), artinya varians data relatif besar dengan melihat jauhnya nilai *mean* dengan standar deviasi.

Berdasarkan Gambar 4.3. dapat diketahui bahwa variabel independen kebijakan dividen (X2) memiliki nilai *mean* selama tahun 2016 sampai dengan tahun 2021 yang cenderung mengalami penurunan, dimana pada tahun 2016 nilai *mean* sebesar 0.467034 (46%) dan pada tahun 2021 nilai *mean* menjadi sebesar 0.315393 (31%) meskipun sempat mengalami kenaikan pada tahun 2018 dan 2020 dengan nilai *mean* tertinggi sebesar 0.581293 (58%). Artinya, besar porsi dari laba perusahaan yang dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham, sebesar 58% di tahun 2018. Nilai *mean* variabel independen kebijakan dividen (X2) mengalami penurunan pada tahun 2019 sebesar 0.137090 (13%).

4) Variabel Independen dan Variabel Moderasi Pertumbuhan Perusahaan (X3)

Hasil analisis statistik deskriptif variabel independen dan variabel moderasi pertumbuhan perusahaan (X3) dapat dilihat pada Gambar 4.4 dan Tabel 4.4. berikut ini.





Gambar 4.4. Nilai Mean Variabel Independen dan Variabel Moderasi Pertumbuhan Perusahaan (X3)

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.4. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Independen dan Variabel Moderasi Pertumbuhan Perusahaan (X3)

Pertumbuhan Perusahaan	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016-2021
<i>Mean</i>	0.010225	0.162929	-0.021103	-0.001924	0.012216	0.268408	0.071792
<i>Maximum</i>	0.288375	0.384964	0.330547	0.265722	0.261850	0.688955	0.688955
<i>Minimum</i>	-0.176836	-0.350308	-0.412303	-0.576493	-0.204813	0.018094	-0.57649
<i>Std. Dev.</i>	0.133747	0.237503	0.203079	0.238832	0.149489	0.214546	0.219871

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.4. menunjukkan sebaran data untuk variabel independen dan variabel moderasi pertumbuhan perusahaan (X3) yang diukur dengan menggunakan perhitungan *sales growth* tahun 2016-2021. Sebaran data menunjukkan nilai tertinggi (maksimum) dari pertumbuhan perusahaan (X3) yang dimiliki oleh perusahaan sektor primer (ekstraktif) sebesar 0.688955 dan nilai terendah (minimum) sebesar -0.57649 sehingga dapat diketahui bahwa besar nilai *sales growth* pada sampel penelitian ini berkisar antara -57% sampai 68%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel sempat mengalami kerugian karena penjualan yang dapat disebabkan oleh tingginya biaya promosi. Nilai standar

deviasi pertumbuhan perusahaan (X3) pada tahun 2016-2021 lebih besar dari nilai *mean* pertumbuhan perusahaan (X3), artinya varians data relatif besar dengan melihat jauhnya nilai *mean* dengan standar deviasi.

Berdasarkan Gambar 4.4. dapat diketahui bahwa variabel independen dan variabel moderasi pertumbuhan perusahaan (X3) memiliki nilai *mean* selama tahun 2016 sampai dengan tahun 2021 yang cenderung mengalami kenaikan, dimana pada tahun 2016 nilai *mean* sebesar 0.010225 (1%) dan pada tahun 2021 nilai *mean* menjadi sebesar 0.268408 (26%) meskipun pernah mengalami penurunan cukup tajam pada tahun 2018 dengan nilai *mean* terendah sebesar -0.021103 (-2%) yang sebelumnya pada tahun 2017, sebesar 0.162929 (16%). Nilai *mean* variabel independen dan variabel moderasi pertumbuhan (X3) terus mengalami kenaikan pada tahun 2019 hingga tahun 2021. Hasil tersebut menandakan bahwa perusahaan sampel menaikkan tingkat pertumbuhan penjualannya dengan maksimal pada tahun 2021 sebesar 26%.

4.2. Uji Asumsi Klasik

Menurut Basuki dan Yuliadi (2015), tidak semua uji asumsi klasik harus digunakan pada setiap regresi. Uji normalitas tidak menjadi syarat yang perlu dipenuhi karena menurut Ajija, et al. (2020). uji normalitas hanya digunakan jika jumlah sampel penelitian kurang dari 30 untuk mengetahui apakah error term mendekati distribusi normal atau tidak. Jika jumlah sampel penelitian lebih dari 30, uji normalitas tidak perlu dilakukan karena distribusi *error term sampling* telah mendekati normal.

Autokorelasi hanya terjadi pada data *time series*, sehingga pengujian autokorelasi pada data panel dalam penelitian ini tidak diperlukan.

Pengujian multikolinieritas perlu dilakukan pada regresi linier apabila menggunakan lebih dari satu variabel bebas dalam penelitian karena apabila hanya terdapat satu variabel bebas, dapat dipastikan bahwa tidak akan terjadi multikolinieritas. Sedangkan pengujian heteroskedastisitas biasanya terjadi pada data *cross section*, dimana data panel lebih dekat ke ciri data *cross section* bila dibandingkan dengan *time series*. Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa regresi data panel dengan metode OLS hanya memerlukan pengujian multikolinieritas dan pengujian heteroskedastisitas.

4.2.1. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara variabel independen yang satu dengan variabel independen yang lain. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen. Kriteria pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut.

- a. Data tidak terjadi multikolinieritas, apabila nilai koefisien < 0.80 atau
- b. Data mengalami multikolinieritas, apabila nilai koefisien > 0.80 .

Koefisien korelasi variabel pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.5. berikut.

Tabel 4.5. Uji Multikolinieritas

	Y	X1	X2	X3
Y	1.000000	-0.430577	-0.131731	0.124766
X1	-0.430577	1.000000	-0.307630	-0.297985
X2	-0.131731	-0.307630	1.000000	0.520356
X3	0.124766	-0.297985	0.520356	1.000000

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan hasil pengujian multikolinieritas yang terdapat pada Tabel 4.5., dapat diketahui bahwa nilai koefisien korelasi antara variabel independen *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), dan pertumbuhan perusahaan (X3) serta peran pertumbuhan perusahaan (X3) sebagai variabel moderasi, lebih kecil dari ($<$) 0.80, sehingga diperoleh kesimpulan variabel independen dan variabel moderasi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjadi masalah multikolinieritas.

4.2.2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah terjadi ketidaksamaan *variance* pada model regresi dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji *gletser*. Kriteria pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut.

- Apabila nilai signifikansi $>$ 0.05 (alpha), maka tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi.
- Apabila nilai signifikansi $<$ 0.05 (alpha), maka terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi.

Nilai signifikansi dari pengujian heteroskedastisitas pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.6. berikut.

Tabel 4.6. Uji Heteroskedastisitas

Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.041529	0.247886	4.201650	0.0001
X1	-0.509428	0.213932	-2.381268	0.0207
X2	-0.290927	0.183709	-1.583632	0.1189
X3	1.232181	0.610781	2.017385	0.0485

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan hasil pengujian heteroskedastisitas yang terdapat pada Tabel 4.6., dapat diketahui bahwa nilai probabilitas variabel independen *leverage* (X1) dan pertumbuhan perusahaan (X3) memiliki nilai yang lebih kecil dari 0.05 (alpha), sehingga diperoleh kesimpulan terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi pada penelitian ini. Masalah ini terjadi disebabkan terdapat varians yang tidak konstan.

Menurut Nachrowi dan Usman (2006), permasalahan heteroskedastisitas dapat ditangani dengan menggunakan perhitungan *standard errors* heteroskedastisitas yang dikoreksi (*heteroscedasticity-corrected standard errors*), yaitu memilih metode *white's cross-section standard errors* jika heteroskedastisitas disebabkan oleh variabilitas antar komponen *cross-section* atau metode *white's period standard errors* jika disebabkan oleh variabilitas antar waktu. Jika masalah heteroskedastisitas disebabkan oleh komponen *cross-section* dan *time series* secara bersamaan, maka data diatasi dengan menggunakan pilihan metode *white's*

diagonal standard errors. Hal ini akan dijabarkan lebih lanjut pada sub bab pemilihan model regresi data panel.

4.3. Estimasi Regresi Data Panel

Estimasi regresi data panel dilakukan dengan menggunakan perhitungan *standard errors* heteroskedastisitas yang dikoreksi (*heteroscedasticity-corrected standard errors*), sehingga muncul pilihan model regresi data panel dengan *white's cross-section standard errors*, *white's period standard errors*, dan *white's diagonal standard errors*. Cara memilih metode yang paling baik adalah dengan melihat seberapa besar kemampuan model dalam menjelaskan tujuan dan hipotesis penelitian.

4.3.1. Model *Common Effect*

Estimasi model *common effect* adalah estimasi data panel menggunakan metode *OLS (Ordinary Least Square)* dengan mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*. Hasil dari estimasi model *common effect* dapat dilihat pada Tabel 4.7., Tabel 4.8., dan Tabel 4.9. berikut ini.

Tabel 4.7. Model *Common Effect* dengan *White's Cross-Section Standard Errors*

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2016 2021				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 60				
White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	0.807485	0.407607	1.981038	0.0527
X1	-0.431644	0.215798	-2.000220	0.0505
X2	-0.468259	0.298276	-1.569888	0.1223
X3	3.277405	1.607226	2.039169	0.0463
X1_X3	-2.316976	1.208699	-1.916916	0.0605
X2_X3	-1.041734	0.737685	-1.412167	0.1636
R-squared	0.207182	Mean dependent var	0.321415	
Adjusted R-squared	0.133773	S.D. dependent var	1.334222	
S.E. of regression	1.241779	Akaike info criterion	3.365606	
Sum squared resid	83.26876	Schwarz criterion	3.575040	
Log likelihood	-94.96818	Hannan-Quinn criter.	3.447527	
F-statistic	2.822292	Durbin-Watson stat	0.800045	
Prob(F-statistic)	0.024583			

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.8. Model *Common Effect* dengan *White's Period Standard Errors*

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Sample: 2016 2021
Periods included: 6
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 60
White period standard errors & covariance (no d.f. correction)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.807485	0.680903	1.185904	0.2409
X1	-0.431644	0.367074	-1.175904	0.2448
X2	-0.468259	0.452383	-1.035094	0.3052
X3	3.277405	1.998046	1.640305	0.1068
X1_X3	-2.316976	1.688462	-1.372240	0.1757
X2_X3	-1.041734	0.635276	-1.639814	0.1069
R-squared	0.207182	Mean dependent var	0.321415	
Adjusted R-squared	0.133773	S.D. dependent var	1.334222	
S.E. of regression	1.241779	Akaike info criterion	3.365606	
Sum squared resid	83.26876	Schwarz criterion	3.575040	
Log likelihood	-94.96818	Hannan-Quinn criter.	3.447527	
F-statistic	2.822292	Durbin-Watson stat	0.800045	
Prob(F-statistic)	0.024583			

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.9. Model *Common Effect* dengan *White's Diagonal Standard Errors*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.807485	0.451032	1.790305	0.0790
X1	-0.431644	0.247711	-1.742534	0.0871
X2	-0.468259	0.337017	-1.389425	0.1704
X3	3.277405	1.744015	1.879230	0.0656
X1_X3	-2.316976	1.336429	-1.733707	0.0887
X2_X3	-1.041734	0.702028	-1.483893	0.1437
R-squared	0.207182	Mean dependent var		0.321415
Adjusted R-squared	0.133773	S.D. dependent var		1.334222
S.E. of regression	1.241779	Akaike info criterion		3.365606
Sum squared resid	83.26876	Schwarz criterion		3.575040
Log likelihood	-94.96818	Hannan-Quinn criter.		3.447527
F-statistic	2.822292	Durbin-Watson stat		0.800045
Prob(F-statistic)	0.024583			

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.7., Tabel 4.8., dan Tabel 4.9., model persamaan regresi data panel dengan menggunakan model *common effect* dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$Y = 0.8075 - 0.4316 X1 - 0.4683 X2 + 3.2774 X3 - 2.3170 X1 \cdot X3 - 1.0417 X2 \cdot X3$$

4.3.2. Model *Fixed Effect*

Estimasi model *fixed effect* adalah estimasi data panel dengan mengasumsikan subjek penelitian atau perusahaan memiliki intersep yang berbeda namun memiliki

koefisien regresi yang sama. Hasil dari estimasi model *fixed effect* dapat dilihat pada Tabel 4.10., Tabel 4.11., dan Tabel 4.12. berikut ini.

Tabel 4.10. Model *Fixed Effect* dengan *White's Cross-Section Standard Errors*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.703734	0.558732	3.049288	0.0038
X1	-1.634572	0.460555	-3.549133	0.0009
X2	-0.299209	0.169151	-1.768889	0.0837
X3	4.142891	0.655520	6.320007	0.0000
X1_X3	-2.169995	0.436280	-4.973857	0.0000
X2_X3	-1.020162	0.570228	-1.789043	0.0803
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.613345	Mean dependent var		0.321415
Adjusted R-squared	0.493052	S.D. dependent var		1.334222
S.E. of regression	0.949970	Akaike info criterion		2.947545
Sum squared resid	40.60991	Schwarz criterion		3.471131
Log likelihood	-73.42634	Hannan-Quinn criter.		3.152348
F-statistic	5.098774	Durbin-Watson stat		1.665779
Prob(F-statistic)	0.000014			

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.11. Model *Fixed Effect* dengan *White's Period Standard Errors*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

C	1.703734	0.746840	2.281257	0.0273
X1	-1.634572	0.838339	-1.949775	0.0575
X2	-0.299209	0.294339	-1.016545	0.3148
X3	4.142891	2.251106	1.840380	0.0723
X1_X3	-2.169995	1.386216	-1.565409	0.1245
X2_X3	-1.020162	0.498895	-2.044844	0.0467

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.613345	Mean dependent var	0.321415
Adjusted R-squared	0.493052	S.D. dependent var	1.334222
S.E. of regression	0.949970	Akaike info criterion	2.947545
Sum squared resid	40.60991	Schwarz criterion	3.471131
Log likelihood	-73.42634	Hannan-Quinn criter.	3.152348
F-statistic	5.098774	Durbin-Watson stat	1.665779
Prob(F-statistic)	0.000014		

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.12. Model *Fixed Effect* dengan *White's Diagonal Standard Errors*

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Sample: 2016 2021
Periods included: 6
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 60
White diagonal standard errors & covariance (no d.f. correction)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.703734	0.572337	2.976805	0.0047
X1	-1.634572	0.581095	-2.812916	0.0073
X2	-0.299209	0.202542	-1.477269	0.1466
X3	4.142891	1.232092	3.362485	0.0016
X1_X3	-2.169995	0.797131	-2.722255	0.0092
X2_X3	-1.020162	0.640062	-1.593849	0.1180

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.613345	Mean dependent var	0.321415
Adjusted R-squared	0.493052	S.D. dependent var	1.334222
S.E. of regression	0.949970	Akaike info criterion	2.947545
Sum squared resid	40.60991	Schwarz criterion	3.471131

Log likelihood	-73.42634	Hannan-Quinn criter.	3.152348
F-statistic	5.098774	Durbin-Watson stat	1.665779
Prob(F-statistic)	0.000014		

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.10., Tabel 4.11., dan Tabel 4.12., model persamaan regresi data panel dengan menggunakan model *fixed effect* dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$Y = 1.7037 - 1.6346 X1 - 0.2992 X2 + 4.1429 X3 - 2.1699 X1*X3 - 1.0201 X2*X3$$

4.3.3. Model *Random Effect*

Pendekatan estimasi *random effect* tidak hanya menggunakan variabel *dummy* seperti halnya metode estimasi *fixed effect*, tetapi juga dapat menggunakan residual yang diduga memiliki hubungan antar waktu dan antar perusahaan. Hasil dari estimasi model *random effect* dapat dilihat pada Tabel 4.13., Tabel 4.14., dan Tabel 4.15. berikut ini.

Tabel 4.13. Model *Random Effect* dengan *White's Cross-Section Standard Errors*

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Sample: 2016 2021				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 60				
Swamy and Arora estimator of component variances				
White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.907794	0.544799	1.666292	0.1014
X1	-0.612370	0.311685	-1.964711	0.0546
X2	-0.420136	0.264348	-1.589332	0.1178

X3	3.834340	1.287369	2.978432	0.0043
X1_X3	-2.401651	0.892853	-2.689861	0.0095
X2_X3	-0.992480	0.663753	-1.495256	0.1407
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.426025	0.1674
Idiosyncratic random			0.949970	0.8326
Weighted Statistics				
R-squared	0.291890	Mean dependent var		0.216368
Adjusted R-squared	0.226324	S.D. dependent var		1.229950
S.E. of regression	1.081849	Sum squared resid		63.20150
F-statistic	4.451870	Durbin-Watson stat		1.019256
Prob(F-statistic)	0.001813			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.190882	Mean dependent var		0.321415
Sum squared resid	84.98068	Durbin-Watson stat		0.758037

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.14. Model *Random Effect* dengan *White's Period Standard Errors*

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 07/07/23 Time: 11:48
Sample: 2016 2021
Periods included: 6
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 60
Swamy and Arora estimator of component variances
White period standard errors & covariance (no d.f. correction)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.907794	0.746194	1.216565	0.2291
X1	-0.612370	0.500907	-1.222522	0.2268
X2	-0.420136	0.387230	-1.084978	0.2828
X3	3.834340	2.191563	1.749591	0.0859
X1_X3	-2.401651	1.582178	-1.517940	0.1349
X2_X3	-0.992480	0.534879	-1.855522	0.0690

Effects Specification

	S.D.	Rho	
Cross-section random	0.426025	0.1674	
Idiosyncratic random	0.949970	0.8326	
Weighted Statistics			
R-squared	0.291890	Mean dependent var	0.216368
Adjusted R-squared	0.226324	S.D. dependent var	1.229950
S.E. of regression	1.081849	Sum squared resid	63.20150
F-statistic	4.451870	Durbin-Watson stat	1.019256
Prob(F-statistic)	0.001813		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.190882	Mean dependent var	0.321415
Sum squared resid	84.98068	Durbin-Watson stat	0.758037

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Tabel 4.15. Model *Random Effect* dengan *White's Diagonal Standard Errors*

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 07/07/23 Time: 11:49				
Sample: 2016 2021				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 60				
Swamy and Arora estimator of component variances				
White diagonal standard errors & covariance (no d.f. correction)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.907794	0.535153	1.696328	0.0956
X1	-0.612370	0.340056	-1.800791	0.0773
X2	-0.420136	0.285121	-1.473538	0.1464
X3	3.834340	1.610925	2.380210	0.0209
X1_X3	-2.401651	1.156016	-2.077524	0.0425
X2_X3	-0.992480	0.625277	-1.587265	0.1183
Effects Specification			S.D.	Rho
Cross-section random			0.426025	0.1674
Idiosyncratic random			0.949970	0.8326

Weighted Statistics			
R-squared	0.291890	Mean dependent var	0.216368
Adjusted R-squared	0.226324	S.D. dependent var	1.229950
S.E. of regression	1.081849	Sum squared resid	63.20150
F-statistic	4.451870	Durbin-Watson stat	1.019256
Prob(F-statistic)	0.001813		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.190882	Mean dependent var	0.321415
Sum squared resid	84.98068	Durbin-Watson stat	0.758037

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.13., Tabel 4.14., dan Tabel 4.15. model persamaan regresi data panel dengan menggunakan model *random effect* dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$Y = 0.9078 - 0.6124 X_1 - 0.4201 X_2 + 3.8343 X_3 - 2.4017 X_1 * X_3 - 0.9925 X_2 * X_3$$

4.4. Pemilihan Model Regresi Data Panel

4.4.1. Uji *Chow* (Perbandingan Metode Model *Common Effect* dengan Model *Fixed Effect*)

Uji *Chow* digunakan untuk memilih model yang lebih tepat digunakan dalam penelitian, yaitu antara *common effect* dengan *fixed effect*. Hipotesis yang dibentuk adalah sebagai berikut.

H_0 = Data menggunakan *Common Effect Model*

H_a = Data menggunakan *Fixed Effect Model*

Kriteria pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut.

H_0 diterima apabila nilai prob. *cross-section chi-square* > 0.05 atau

H_a diterima apabila nilai prob. *cross-section chi-square* < 0.05 .

Hasil pengujian model dengan uji *Chow* dapat dilihat pada Tabel 4.16. berikut ini.

Tabel 4.16. Hasil Uji *Chow*

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.252270	(9,45)	0.0001
Cross-section Chi-square	43.083672	9	0.0000

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.16. dapat diketahui bahwa nilai probabilitas *cross-section chi-square* adalah 0.0000, lebih kecil dari nilai alpha (0.05) sehingga H_a diterima. Hasil uji *Chow* menunjukkan bahwa model yang terpilih adalah model *fixed effect*. Langkah berikutnya adalah melakukan uji *Hausman*.

4.4.2. Uji *Hausman* (Perbandingan Metode Model *Random Effect* dengan Model *Fixed Effect*)

Uji *Hausman* digunakan untuk memilih model yang lebih tepat digunakan dalam penelitian, yaitu antara *random effect* dengan *fixed effect*. Hipotesis yang dibentuk adalah sebagai berikut.

H_0 = Data menggunakan *Random Effect Model*

H_a = Data menggunakan *Fixed Effect Model*

Kriteria pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut.

H_0 diterima apabila nilai prob. *cross-section random* > 0.05 atau

H_a diterima apabila nilai prob. *cross-section random* < 0.05 .

Hasil pengujian model dengan uji *Hausman* dapat dilihat pada Tabel 4.17. berikut ini.

Tabel 4.17. Hasil Uji *Hausman*

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	21.033820	5	0.0008

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.17. dapat diketahui bahwa nilai probabilitas *cross-section random* adalah 0.0008, lebih kecil dari nilai alpha (0.05) sehingga H_a diterima. Hasil uji *Hausman* menunjukkan bahwa model yang terpilih adalah model *fixed effect*, sehingga metode estimasi model terbaik untuk persamaan regresi data panel dalam penelitian ini adalah model *fixed effect*.

4.5. Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi data panel digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen, yaitu *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), dan pertumbuhan perusahaan (X3) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (Y) serta peran moderasi pertumbuhan perusahaan (X3), apakah dapat memperkuat atau

memperlemah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil estimasi model persamaan yang digunakan dalam penelitian setelah melalui uji *Chow* dan uji *Hausman* adalah model *fixed effect* dengan perhitungan *standard errors* heteroskedastisitas yang dikoreksi (*heteroscedasticity-corrected standard errors*), *white's diagonal standard errors* karena merupakan metode yang paling baik, seberapa besar kemampuan model dalam menjelaskan tujuan dan hipotesis penelitian. Perhitungan model penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.18. berikut ini.

Tabel 4.18. Model Fixed Effect

Variable	Coefficient
C	1.703734
X1	-1.634572
X2	-0.299209
X3	4.142891
X1_X3	-2.169995
X2_X3	-1.020162

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.18., model persamaan regresi data panel dengan menggunakan metode *fixed effect* dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$Y = 1.7037 - 1.6346 X1 - 0.2992 X2 + 4.1429 X3 - 2.1699 X1 * X3 - 1.0202 X2 * X3$$

Persamaan di atas dapat dijelaskan bahwa:

- 1) Konstanta regresi data panel sebesar 1.7037, artinya apabila variabel independen *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), serta pertumbuhan perusahaan (X3) sebesar 0 (tidak mengalami perubahan), maka nilai variabel kinerja keuangan (Y) sebesar 1.7037.

- 2) Koefisien regresi variabel *leverage* (X1) sebesar -1.6346. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *leverage* (X1) mempunyai pengaruh negatif terhadap variabel kinerja keuangan (Y), sehingga apabila variabel *leverage* (X1) bertambah sebesar 1 satuan sementara variabel independen lain dan variabel moderasi bersifat tetap (tidak mengalami perubahan), maka nilai variabel kinerja keuangan (Y) akan turun sebesar 1.6346 satuan.
- 3) Koefisien regresi kebijakan dividen (X2) sebesar -0.2992. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen (X2) mempunyai pengaruh negatif terhadap variabel kinerja keuangan (Y), sehingga apabila variabel kebijakan dividen (X2) bertambah sebesar 1 satuan sementara variabel independen lain dan variabel moderasi bersifat tetap (tidak mengalami perubahan), maka nilai variabel kinerja keuangan (Y) akan turun sebesar 0.2992 satuan.
- 4) Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan (X3) sebesar 4.1429. Hal ini menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan (X3) mempunyai pengaruh positif terhadap variabel kinerja keuangan (Y), sehingga apabila variabel pertumbuhan perusahaan (X3) bertambah sebesar 1 satuan sementara variabel independen lain dan variabel moderasi bersifat tetap (tidak mengalami perubahan), maka nilai variabel kinerja keuangan (Y) akan naik sebesar 4.1429 satuan.
- 5) Koefisien regresi variabel interaksi *leverage* dengan pertumbuhan perusahaan (X1_X3) sebesar -2.1699 yang berarti jika variabel interaksi *leverage* dengan pertumbuhan perusahaan (X1_X3) bertambah sebesar 1 satuan dengan asumsi

variabel lain bersifat tetap (tidak mengalami perubahan), maka nilai kinerja keuangan (Y) akan turun sebesar 2.1699 satuan.

- 6) Koefisien regresi variabel interaksi kebijakan dividen dengan pertumbuhan perusahaan (X1_X3) sebesar -1.0202 yang berarti jika variabel interaksi kebijakan dividen dengan pertumbuhan perusahaan (X2_X3) bertambah sebesar 1 satuan dengan asumsi variabel lain bersifat tetap (tidak mengalami perubahan), maka nilai kinerja keuangan (Y) akan turun sebesar 1.0202 satuan.

4.6. Uji Hipotesis

4.6.1. Uji t

Uji t pada dasarnya bertujuan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh variabel independen, yaitu *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), dan pertumbuhan perusahaan (X3) secara individual/parsial dalam menerangkan variabel dependen, yaitu kinerja keuangan (Y) serta untuk mengetahui apakah peran moderasi pertumbuhan perusahaan (X3) dapat memoderasi pengaruh variabel independen, yaitu *leverage* (X1) dan kebijakan dividen (X2) terhadap variabel dependen kinerja keuangan (Y). Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0.05 ($\alpha=5\%$). Kriteria yang diperlukan untuk menerima ataupun menolak hipotesis penelitian dengan uji t adalah sebagai berikut.

- 1) Jika nilai probabilitas $\leq \alpha$ (0.05), maka hipotesis diterima.
- 2) Jika nilai probabilitas $\geq \alpha$ (0.05), maka hipotesis ditolak.

Hasil uji t persamaan regresi data panel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.20.

Tabel 4.20. Hasil Uji Statistik t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.703734	0.558732	3.049288	0.0038
X1	-1.634572	0.460555	-3.549133	0.0009
X2	-0.299209	0.169151	-1.768889	0.0837
X3	4.142891	0.655520	6.320007	0.0000
X1_X3	-2.169995	0.436280	-4.973857	0.0000
X2_X3	-1.020162	0.570228	-1.789043	0.0803

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.20., dapat diperoleh beberapa hasil uji t terhadap persamaan regresi data panel sebagai berikut ini.

1) Hipotesis 1: *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan hasil statistik tersebut, maka hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini, **ditolak**. Nilai probabilitas variabel *leverage* (X1) < nilai probabilitas kritis ($\alpha=5\%$), yaitu $0.0009 < 0.05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar -1.6346. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *leverage* (X1) berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan (Y).

2) Hipotesis 2: kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan hasil statistik tersebut, maka hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini, **ditolak**. Nilai probabilitas variabel kebijakan dividen (X2) > nilai probabilitas kritis ($\alpha=5\%$), yaitu $0.0837 > 0.05$ dengan nilai koefisien regresi

sebesar -0.2992. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen (X2) tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan (Y).

3) Hipotesis 3: pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan hasil statistik tersebut, maka hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini, **diterima**. Nilai probabilitas variabel pertumbuhan perusahaan (X3) < nilai probabilitas kritis ($\alpha=5\%$), yaitu $0.0000 < 0.05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar 4.1429. Hal ini menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan (X3) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan (Y).

4) Hipotesis 4: pertumbuhan perusahaan memoderasi pengaruh leverage terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan hasil statistik tersebut, maka hipotesis keempat yang diajukan dalam penelitian ini, **diterima**. Nilai probabilitas variabel interaksi *leverage* dengan pertumbuhan perusahaan (X1_X3) < nilai probabilitas kritis ($\alpha=5\%$), yaitu $0.0000 < 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa variabel interaksi *leverage* dengan pertumbuhan perusahaan (X1_X3) memoderasi pengaruh *leverage* (X1) terhadap kinerja keuangan (Y).

5) Hipotesis 5: pertumbuhan perusahaan memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan.

Berdasarkan hasil statistik tersebut, maka hipotesis kelima yang diajukan dalam penelitian ini, **ditolak**. Nilai probabilitas variabel interaksi kebijakan dividen

dengan pertumbuhan perusahaan ($X2_X3$) > nilai probabilitas kritis ($\alpha=5\%$), yaitu $0.0803 > 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa variabel interaksi kebijakan dividen dengan pertumbuhan perusahaan ($X2_X3$) tidak memoderasi pengaruh kebijakan dividen ($X2$) terhadap kinerja keuangan (Y).

4.6.2. Kelayakan Model (Uji F)

Uji F adalah pengujian yang dilakukan untuk mengetahui model regresi data panel dalam penelitian ini merupakan model yang tepat dan layak serta menguji kesesuaiannya terhadap model regresi linear berganda. Uji F juga dilakukan guna membuktikan apakah secara keseluruhan variabel independen penelitian, yaitu *leverage* ($X1$), kebijakan dividen ($X2$), dan pertumbuhan perusahaan ($X3$) serta peran moderasi pertumbuhan perusahaan ($X3$) memiliki pengaruh terhadap variabel dependen, yaitu kinerja keuangan (Y). Kriteria pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut.

- 1) Jika probabilitas < taraf signifikansi $5\% = 0.05$, maka H_a dimana model yang digunakan telah layak, diterima.
- 2) Jika probabilitas > taraf signifikansi $5\% = 0.05$, maka H_0 dimana model yang digunakan tidak layak, diterima.

Hasil uji F dari persamaan regresi data panel pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.19.

Tabel 4.19. Hasil Uji Statistik F

R-squared	0.613345
Adjusted R-squared	0.493052
S.E. of regression	0.949970
Sum squared resid	40.60991
Log likelihood	-73.42634
F-statistic	5.098774
Prob(F-statistic)	0.000014

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.19. dapat diketahui bahwa nilai probabilitas *F-statistic* dari persamaan regresi data panel lebih kecil dari alpha (0.05), yaitu sebesar 0.000014. Nilai tersebut memiliki interpretasi bahwa variabel independen *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), dan pertumbuhan perusahaan (X3) serta peran moderasi pertumbuhan perusahaan (X3) secara simultan/bersamaan memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan (Y), dengan kata lain model persamaan regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini telah layak.

4.6.3. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) bertujuan untuk melihat seberapa besar kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen yang dilihat melalui *adjusted* R^2 . Nilai koefisien determinasi terletak diantara 0 dan 1. Hasil koefisien determinasi persamaan regresi data panel dapat dilihat pada Tabel 4.21. berikut ini.

Tabel 4.21. Koefisien Determinasi (R^2)

R-squared	0.613345
Adjusted R-squared	0.493052

Sumber: data diolah dengan Eviews 10, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.21., dapat diketahui bahwa nilai *adjusted r-squared* sebesar 0.4931 yang artinya proporsi pengaruh variabel independen *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), dan pertumbuhan perusahaan (X3) serta peran moderasi pertumbuhan perusahaan (X3) terhadap kinerja keuangan (Y) sebesar 49.31% sedangkan sisanya sebesar 50.69% (diperoleh dari 100% - 49.31%) dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian.

4.7. Pembahasan

4.7.1. Pengaruh *Leverage* terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 1 pada uji t dapat diketahui bahwa variabel *leverage* (X1) berpengaruh terhadap variabel kinerja keuangan (Y), artinya besar atau kecilnya nilai *leverage* (X1) mempengaruhi kenaikan maupun penurunan kinerja keuangan perusahaan (Y) yang diprosikan oleh NPM.

Semakin tinggi nilai *leverage* (X1) menandakan semakin besar perusahaan menggunakan utang dari pihak ketiga bila dibandingkan dengan penggunaan modal yang dimiliki oleh perusahaan. Pengurangan proporsi utang terhadap ekuitas perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar di Bursa Efek dapat dikelola dengan baik oleh manajemen perusahaan sehingga tidak menimbulkan biaya utang signifikan yang dapat mengganggu profitabilitas. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa besar kecilnya jumlah utang atas ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan dapat memperburuk ataupun meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *trade off theory* dalam hubungannya dengan struktur modal, menyatakan bahwa perusahaan berusaha menyeimbangkan antara

keuntungan dari berkurangnya pajak karena adanya bunga utang, dengan biaya kesulitan keuangan karena tingginya proporsi utang, sehingga meningkatnya proporsi utang perusahaan dalam rangka penghematan pajak dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Walaupun demikian, hasil penelitian sesuai dengan pendekatan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi justru tingkat utangnya rendah karena memiliki sumber dana internal yang berlimpah, sehingga perusahaan lebih mengutamakan penggunaan sumber dana internal (laba ditahan) daripada pendanaan eksternal (utang/obligasi dan saham) (Najamudin, 2011).

Berdasarkan penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa dalam rangka meningkatkan kinerja keuangan, perusahaan dapat menurunkan jumlah utang terhadap ekuitasnya dan lebih mengutamakan dana internal (laba ditahan) sebagai salah satu komponen ekuitas utama agar tidak timbul biaya utang yang signifikan dan dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan, karena *leverage* (X1) berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan (Y).

Hasil temuan pada penelitian ini tidak berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Banafa, et al. (2015); Ibhagui dan Olokoyo (2018); dan Shaferi, et al. (2020), yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan.

4.7.2. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 pada uji t dapat diketahui bahwa variabel kebijakan dividen (X2) tidak berpengaruh terhadap variabel kinerja keuangan (Y),

artinya besar atau kecilnya nilai kebijakan dividen (X_2) tidak berpengaruh terhadap kenaikan maupun penurunan kinerja keuangan perusahaan (Y) yang diprosikan oleh NPM.

Meningkatkan kinerja keuangan perusahaan melalui penurunan pembayaran dividen dinilai kurang efektif. Hal ini disebabkan profitabilitas perusahaan yang dialokasikan sebagai laba ditahan dalam rangka untuk kegiatan pengembangan perusahaan agar dapat menghasilkan profitabilitas yang lebih efektif, tidak dikelola secara maksimal sehingga kinerja keuangan perusahaan tidak mengalami peningkatan yang signifikan. Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa peningkatan maupun penurunan pembayaran dividen tidak mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan pendekatan teori *bird-in-the-hand* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dengan menentukan pembagian dividen yang tinggi. Meskipun demikian, hasil penelitian sejalan dengan *tax preference theory* yang menyebutkan bahwa investor lebih suka perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan agar dapat dikelola menjadi potensi peningkatan profitabilitas perusahaan dari aktivitas investasi di masa yang akan datang, daripada pembagian dividen yang tinggi. Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi menjadi lebih menarik karena pembayaran pajak *capital gain* baru dibayar jika saham dijual, sehingga investor lebih menyukai dividen dibagikan sekecil-kecilnya. Hasil penelitian juga mendukung teori irrelevansi

dividen dalam Brigham dan Houston (2011: 66) yang menyatakan bahwa nilai dari suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh distribusi dividen, melainkan ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan risiko dari aktiva (investasi), sehingga perusahaan tidak harus menerapkan kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bossman, et al. (2022); Cyril, et al. (2020); dan Machfiro, et al. (2017), yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* tidak mempengaruhi kinerja perusahaan.

4.7.3. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 pada uji t dapat diketahui bahwa variabel pertumbuhan perusahaan (X3) berpengaruh terhadap variabel kinerja keuangan (Y), artinya besar atau kecilnya nilai pertumbuhan perusahaan (X3) berpengaruh terhadap kenaikan maupun penurunan kinerja keuangan perusahaan (Y) yang diprosikan oleh NPM.

Pertumbuhan perusahaan dapat menjadi salah satu indikator utama yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari aktivitas bisnis sehingga investor dapat melihat seberapa efisien manajemen perusahaan dalam mengelola aset dan dalam perkembangannya menghasilkan profitabilitas. Meningkatnya profitabilitas perusahaan melalui peningkatan penjualan, memberikan perusahaan opsi untuk menjadikan profitabilitas tersebut sebagai potensi dividen yang nantinya menarik investor baru, sehingga kegiatan investasi dalam perusahaan meningkat dan dapat menjadi potensi profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang; atau perusahaan dapat menjadikan

profitabilitas tersebut sebagai laba ditahan yang nantinya akan digunakan untuk kegiatan bisnis perusahaan lain dalam menghasilkan profitabilitas yang lebih efektif.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ghozali, et al. (2018); Yuniastuti (2019); dan Siddik, et al. (2019), yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

4.7.4. Moderasi Pertumbuhan Perusahaan dalam Pengaruh *Leverage* terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 4 pada uji t dapat diketahui bahwa variabel pertumbuhan perusahaan (X3) dapat memoderasi pengaruh variabel *leverage* (X1) terhadap variabel kinerja keuangan (Y). Hasil analisis dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa penurunan pertumbuhan penjualan perusahaan dapat mengoptimalkan pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan karena dengan meningkatnya pertumbuhan penjualan perusahaan, timbul penambahan modal yang dimiliki oleh perusahaan dan dalam perkembangannya dapat mempengaruhi struktur komposisi utang atas ekuitas. Perubahan komposisi modal tersebut menimbulkan biaya pemeliharaan modal yang signifikan sehingga dapat mengganggu profitabilitas perusahaan.

Penurunan laju pertumbuhan penjualan dapat menjadi salah satu solusi untuk meningkatkan kinerja keuangan melalui peningkatan *leverage*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Wuryani (2020); Cahyana dan Suhendah (2020); serta Prakasiwi, et al. (2019), yang menyatakan bahwa

pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan.

4.7.5. Moderasi Pertumbuhan Perusahaan dalam Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 5 pada uji t dapat diketahui bahwa variabel pertumbuhan perusahaan (X3) tidak memoderasi pengaruh variabel kebijakan dividen (X2) terhadap kinerja keuangan (Y). Kebijakan dividen dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk mengalokasikan profitabilitasnya sebagai laba ditahan yang kemudian akan digunakan sebagai modal peningkatan kinerja keuangan perusahaan di masa yang akan datang.

Penurunan laju pertumbuhan penjualan tidak memperkuat maupun memperlemah pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan karena peningkatan pendapatan perusahaan dari pertumbuhan penjualan menghasilkan profitabilitas yang dialokasikan oleh perusahaan sebagai laba ditahan untuk kegiatan pengembangan perusahaan agar dapat menghasilkan profitabilitas yang lebih efektif, bukan sebagai penambahan jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andelline, et al. (2018); Putra dan Badjra (2015); serta Sari, et al. (2014). yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan.

BAB V

KESIMPULAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti apakah *leverage*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara simultan maupun parsial terhadap kinerja keuangan dengan dimoderasi oleh pertumbuhan perusahaan pada seluruh perusahaan sektor primer (ekstraktif), yaitu 25 perusahaan pertanian dan 47 perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016-2021.

Berdasarkan pengujian hipotesis, diperoleh hasil tiga hipotesis yang ditolak dan dua hipotesis yang diterima, sehingga dapat diambil beberapa kesimpulan seperti berikut ini.

- 1) *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Dalam rangka meningkatkan kinerja keuangan, perusahaan dapat mengurangi proporsi utang terhadap ekuitas perusahaan agar tidak menimbulkan biaya utang signifikan yang dapat mengganggu profitabilitas perusahaan.

- 2) Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan.

Penurunan pembayaran dividen dinilai kurang efektif. Hal ini disebabkan profitabilitas perusahaan yang dialokasikan sebagai laba ditahan, tidak dikelola secara maksimal dalam kegiatan pengembangan perusahaan sehingga kinerja keuangan perusahaan tidak mengalami peningkatan yang signifikan.

- 3) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Meningkatnya profitabilitas perusahaan melalui peningkatan penjualan, memberikan perusahaan opsi untuk menjadikan profitabilitas tersebut sebagai potensi dividen yang nantinya menarik investor baru, sehingga kegiatan investasi dalam perusahaan meningkat dan dapat menjadi potensi profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang; atau perusahaan dapat menjadikan profitabilitas tersebut sebagai laba ditahan yang nantinya akan digunakan untuk kegiatan bisnis perusahaan lain dalam menghasilkan profitabilitas yang lebih efektif.

- 4) Pertumbuhan perusahaan memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan.

Penurunan pertumbuhan penjualan perusahaan dapat mengoptimalkan pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan karena dengan meningkatnya pertumbuhan penjualan perusahaan, timbul penambahan modal yang dimiliki oleh perusahaan dan dalam perkembangannya dapat mempengaruhi struktur komposisi utang terhadap ekuitas. Perubahan komposisi modal tersebut menimbulkan biaya pemeliharaan modal yang signifikan sehingga dapat mengganggu profitabilitas perusahaan.

- 5) Pertumbuhan perusahaan tidak memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan.

Penurunan laju pertumbuhan penjualan tidak memperkuat maupun memperlemah pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan karena

peningkatan pendapatan perusahaan dari pertumbuhan penjualan menghasilkan profitabilitas yang dialokasikan oleh perusahaan sebagai laba ditahan untuk kegiatan pengembangan perusahaan agar dapat menghasilkan profitabilitas yang lebih efektif, bukan sebagai penambahan jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat keterbatasan yang dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan untuk penelitian selanjutnya, yaitu nilai *adjusted square* dari hasil koefisien determinasi persamaan regresi data panel pada penelitian ini hanya sebesar 0.4931, yang artinya proporsi pengaruh variabel independen *leverage* (X1), kebijakan dividen (X2), dan pertumbuhan perusahaan (X3) serta peran moderasi pertumbuhan perusahaan (X3) terhadap kinerja keuangan (Y) sebesar 49.31% sedangkan sisanya sebesar 50.69% (diperoleh dari 100% - 49.31%) dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian, sehingga perlu penambahan variabel independen lain untuk diteliti lebih lanjut.

5.3. Saran

5.3.1. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penulis menyadari bahwa penelitian ini tidaklah sempurna, oleh karena itu penulis memberikan beberapa saran untuk penelitian selanjutnya, antara lain adalah sebagai berikut.

- 1) Mengembangkan model penelitian dengan menambahkan variabel-variabel independen lain yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan dan belum diteliti dalam penelitian ini, salah satu contoh variabel independen lain yang dapat diteliti adalah variabel *good corporate governance* (GCG) karena merupakan seperangkat sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah para pemangku kepentingan. GCG juga mendorong terbentuknya pola kerja manajemen yang bersih, transparan, dan profesional, karena asas-asas GCG yang terdiri dari *transparency*, *accountability*, *responsibility*, *independency*, dan *fairness*.
- 2) Menambahkan jangka waktu (periode) penelitian, sehingga diharapkan hasil penelitian selanjutnya lebih akurat dan dapat digunakan untuk analisa jangka panjang.

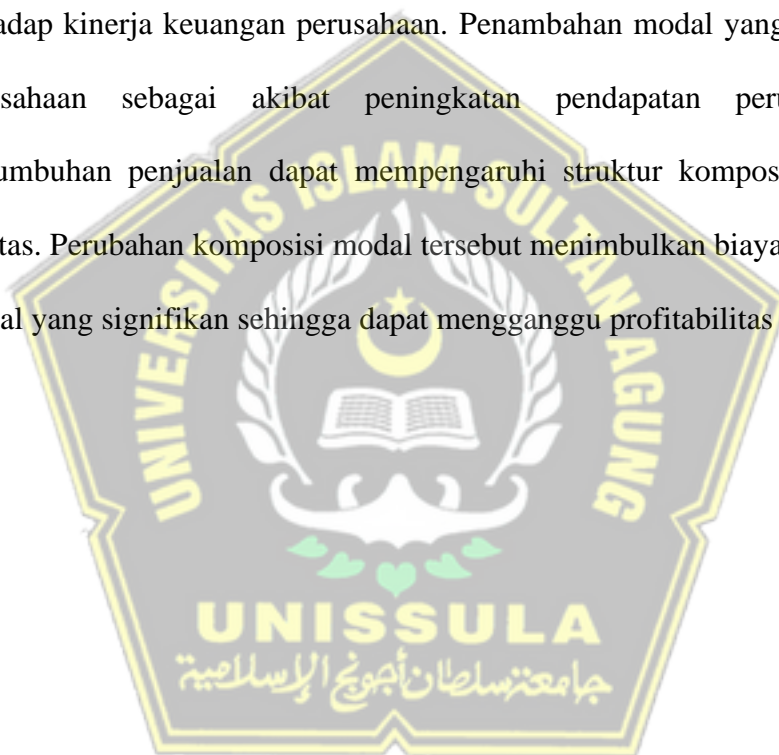
5.3.2. Bagi Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi mengenai modal peningkatan kinerja keuangan perusahaan sektor primer (ekstraktif) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil penelitian, ada tiga cara perusahaan untuk meningkatkan kinerja keuangan, antara lain sebagai cara berikut.

- 1) Perusahaan dapat mengurangi proporsi utang terhadap ekuitas perusahaan agar tidak menimbulkan biaya utang signifikan yang dapat mengganggu profitabilitas perusahaan.
- 2) Perusahaan dapat meningkatkan laju pertumbuhan perusahaan yang diprosikan dengan pertumbuhan penjualan, sehingga kinerja keuangan perusahaan

mengalami peningkatan karena profitabilitas yang dihasilkan dapat menjadi potensi peningkatan kegiatan investasi di masa yang akan datang, serta dapat dikelola sebagai laba ditahan untuk kegiatan bisnis lain yang dapat menghasilkan profitabilitas lebih optimal.

- 3) Perusahaan dapat menurunkan laju pertumbuhan perusahaan yang diprosikan dengan pertumbuhan penjualan jika ingin mengoptimalkan pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penambahan modal yang dimiliki oleh perusahaan sebagai akibat peningkatan pendapatan perusahaan dari pertumbuhan penjualan dapat mempengaruhi struktur komposisi utang atas ekuitas. Perubahan komposisi modal tersebut menimbulkan biaya pemeliharaan modal yang signifikan sehingga dapat mengganggu profitabilitas perusahaan.



DAFTAR PUSTAKA

- Ajija, S. R., Sari, D. W., Setianto, R. H., & Primanti, M. R. (2020). Cara Cerdas Menguasai Eviews. Jakarta: Salemba Empat.
- Andelline, S., & Widjaja, I. (2018). Pengaruh Working Capital Turnover, Total Asset Turnover, Asset Growth dan Sales Growth terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Consumer Goods yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Selama Tahun 2013-2016. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 2(2), 57–65.
- Astoety, A. A., Ratnawati, T., & Moehaditoyo, S. H. (2019). Influence Liquidity, Activity and Growth Toward Profitability Performance with Leverage and Cash Flow as Intervening Variables Study in Type C Hospital at the PT Nusantara Sebelas Medika. *Media Ekonomi dan Manajemen*, 34(2), 206–216.
- Banafa, A. S, Muturi, W., & Ngugi, K. (2015). The Impact of Leverage on Financial Performance of Listed Non-Financial Firm in Kenya. *International Journal of Finance and Accounting*, 4(7), 1-20.
- Barton, S. L., Ned, C. H., & Sirinivasan, S. (1989). An Empirical Test of Stakeholder Theory Prediction of Capital Structure. *Financial Management Association International*, 18(1), 36–44.
- Basuki, A. T., & Yuliadi, I. (2015). *Ekonometrika Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Mitra Pustaka Nurani (Matan).
- Bossmann, A., Agyei, S. K., Asiamah, O., Agyei, E. A., Arhin, E. Y., & Marfo-Yiadom, E. (2022). Dividend Policy and Performance of Listed Firms on Ghana Stock Exchange. *Cogent Economics and Finance*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2127220>
- Brealey, R. A., Myers, S.C., & Marcus, A. J. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Cahyana, A. M. K., & Suhendah, R. (2020). Pengaruh Leverage, Firm Size, Firm Age, dan Sales Growth terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2, 1791-1798.
- Carvalho, L., & Costa, T. (2014). Small and Medium Enterprises (SMEs) and Competitiveness: An Empirical Study. *Management Studies*, 2(2), 88–95.
- Cyril, U. M., Emeka, E. C., & Cheluchi, I. F. (2020). Effect of Dividend Policy on Financial Performance of Consumer Goods Manufacturing Firms in Nigeria. *Science Journal of Business and Management*, 8(1), 7-15.

- Efendi, A. F. W., & Wibowo, S. S. A. (2017). Pengaruh Debt to Equity Ratio (DER) dan Debt To Asset Ratio (DAR) terhadap Kinerja Perusahaan di Sektor Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 1(2), 157–163. <https://doi.org/10.30871/jama.v1i2.503>
- Ehiedu, V. C., Onuorah, A. C., & Mbagwu, O. N. (2022). Financial Leverage and Performance of Listed Oil and Gas Firms in Nigeria. *Strategy Science*, 12(2), 422–440.
- Emenike, C., Ndubuisi, N., Chinyere, J., & State, A. (2022). Financial Leverage and Financial Performance of Quoted. 172–181.
- Fahmi, I. (2012). Analisis Kinerja Keuangan. Bandung: Alfabeta.
- Fakhrudin, H. M. (2008). Istilah Pasar Modal A-Z. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Farrukh, K., Irshad, S., Shams Khakwani, M., Ishaque, S., & Ansari, N. (2017). Impact of Dividend Policy on Shareholders Wealth and Firm Performance in Pakistan. *Cogent Business and Management*, 4(1), 1–11. <https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1408208>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. In *Handbook of Empirical Corporate Finance SET* (Vol. 1). <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>
- Ghozali, I. (2016). Aplikasi Analisis Multivariate IBM SPSS. Semarang: Alfabeta.
- Ghozali, I., Handriani, E., & Hersugondo. (2018). The Role of Sales Growth to Increase Firm Performance on Indonesia. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(7), 1822–1830.
- Ginting, G. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Keputusan Investasi dan Struktur Modal terhadap Profitabilitas Perusahaan Property, Konstruksi dan Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2017. *Tedc*, 13(2), 119–126.
- Gitman, L. J. (2008). Principles of Managerial Finance. Boston: Addison-Wesley.
- Hanafi. (2004). Manajemen Keuangan. Yogyakarta: BPFU UG.
- Hasan, I. (2017). Analisis Data Penelitian dengan Statistika. Jakarta: Bumi Aksara.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and Firm Performance: New Evidence on the Role of Firm Size. *North American Journal of Economics and Finance*, 45(February), 57–82. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.002>

- Irawati, S. (2006). *Manajemen Keuangan*. Bandung: Pustaka.
- Israel, O. E. I., & Bein, A. M. (2019). Dividend Policy and Financial Performance: a Study of Selected Deposit Money Banks in Nigeria. *African Journal of Business Management*, 13(7), 239–255. <https://doi.org/10.5897/ajbm2018.8667>
- Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3: 305-360. North-Holland Publishing Company. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jumingan. (2006). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT. Bumi Aksara.
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT.Raja Grafindo Persada.
- Kesuma, A. (2009). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang Go-Public Di BEI. *Manajemen dan Kewirausahaan*, 2(1), 38–45.
- Khan, M. N., Nadeem, B., Islam, F., & Salman, M. (2016). Impact of Dividend Policy on Firm Performance : An Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange. *American Journal of Economics, Finance and Management*, 2(4), 28–34.
- Litzenberger, R.H., & K. Ramaswamy. (1979). The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics* 7, 163-195.
- M'rabet, R., & Boujjat, W. (2016). The Relationship Between Dividend Payments and Firm Performance: A Study of Listed Companies in Morocco. *European Scientific Journal*, ESJ, 12(4), 469. <https://doi.org/10.19044/esj.2016.v12n4p469>
- Machfiro, S., Sukoharsono, E. G., & Nuzula, N. F. (2017). The Reciprocal Effect of Leverage, Dividend Policy, and Financial Performance: Study on Comparison Between Mining and Trade, Services, Investment Companies Listed on Indonesia Stock Exchange Period of 2010-2014. *RJOAS*, 3(63). <https://doi.org/https://doi.org/10.18551/rjoas.2017-03.15>
- Mappanyuki, R., & Sari, M. (2017). The Effect of Sales Growth Ratio, Inventory Turnover Ratio, Growth Opportunity to Company's Profitability (Survey in Indonesia's Stocks Exchange). *International Journal of Management and Applied Science*, 3(3), 139–147. www.worldresearchlibrary.org/up_proc/pdf/646-148757128008-16.pdf
- Mulyadi. (2007). *Sistem Perencanaan dan Pengendalian Manajemen*. Jakarta: Salemba Empat.

- Munawir, S. (2012). Analisis Informasi Keuangan. Yogyakarta: Liberty.
- Murtaza, S., Noor-Ud-Din, A., Aguir, A., & Batool, S. (2020). Role of Ownership Concentration and Dividend Policy on Firm Performance. *SEISENSE Journal of Management*, 3(2), 1–13. <https://doi.org/10.33215/sjom.v3i2.255>
- Mwangi, Z. G., Kilika, J. M., & Maingi, J. N. (2019). Effect of Equity on Financial Performance of Selected Companies Listed in the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Business & Law Research*, 7(1), 1–24. www.seahipaj.org
- Nachrowi, D. N., & Usman, H. (2006). Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan. Jakarta: Badan Penerbit Universitas Indonesia.
- Najamudin. (2011). Manajemen Keuangan dan Aktualisasi Syariah Modern. Yogyakarta: ANDI.
- Novyanny, M. C., & Turangan, J. A. (2017). Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Jasa Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. *Journal of Management Studies*, 4(1), 66–78.
- Nugraha, R. S., Banani, A., & Shaferi, I. (2021). The Influence of Firm Size, Leverage, Liquidity, and Sales Growth on Financial Performance (Study on Agriculture Companies in Indonesia Stock Exchange Over the Period 2014-2018). *International Sustainable Competitiveness Advantage*, 2006, 276–288. <http://jp.feb.unsoed.ac.id/index.php/sca-1/article/view/2796>
- Prakasiwi, A. E., Sukesti, F., & Sinarasri, A. (2019). Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Laba Bersih dan Rasio Hutang terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur yang terdaftar Dibursa Efek Indonesia Tahun 2014-2018. *Prosiding Mahasiswa Seminar Nasional Unimus*, 2(0), 506–516.
- Putra, A. A. W. Y., & Badjra, I. B. (2015). Pengaruh Leverage, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan terhadap Profitabilitas. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(7), 2052–2067.
- Putri, L. M., & Wuryani, E. (2020). Pengaruh Modal Kerja, Kepemilikan Manajer dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan yang Tercatat di BEI Selama Periode 2015-2017. *AKUNESA : Jurnal Akuntansi Unesa*, 8(3).
- Raed, K. (2020). Dividend Policy and Companies Financial Performance. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 531–542. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.531>

- Raharjaputra, H. S. (2009). *Buku Panduan Praktis Manajemen Keuangan dan Akuntansi untuk Eksekutif Perusahaan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Rahim, A., Ashraf, S., Iftikhar, W., Khan Muddassar, M., Mehmood, S., & Siddique, M. (2021). The Effect of Financial Leverage on the Islamic Bank's Performance in Asian Countries. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(1).
- Riyanto, B. (2008). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: GPFPE.
- Safitri, K. (2021). Bagaimana Prospek Sektor Pertanian di Pasar Saham? Kompas.com.
<https://money.kompas.com/read/2021/12/02/144300626/bagaimana-prospek-sektor-pertanian-di-pasar-saham>
- Sari, F. N., Ritonga, K., & Azlina, N. (2014). Pengaruh Perputaran Persediaan Barang Jadi, Debt to Equity Ratio, dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Profitabilitas Perusahaan Food and Beverages yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012. *JOM FEKON*, 1(2).
- Sari, I. N. (2021). Harga Saham Sektor Energi diprediksi Terus Membara Hingga Akhir 2021. Katadata.co.id.
<https://katadata.co.id/intannirmala/finansial/616a716c9a0c0/harga-saham-sektor-energi-diprediksi-terus-membara-hingga-akhir-2021>
- Sari, R. C., & Zuhrotun. (2006). Keinformatifan Laba Di Pasar Obligasi dan Saham: Uji Liquidation Option Hypothesis. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang, (Agustus), 1–19.
- Sartono, A. (2011). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFPE.
- Sawir, A. (2005). *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Shaferi, I., Wahyudi, S., Mawardi, W., Hidayat, R., & Puspitasari, I. (2020). The Manufacture and Service Companies Differ Leverage Impact to Financial Performance. *International Journal of Financial Research*, 11(2), 281-286.
- Siddik, S., & Wulandari, U. (2019). The Influence of Corporate Social Responsibility Disclosure, Leverage, Sales Growth, and Industry Type on Profitability in Manufacturing Companies Listed at Indonesia Stock Exchange. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies (JAFAS)*, 5(1), 18–31.
<https://doi.org/10.32602/jafas.2019.1>
- Sjahrial, D. (2009). *Manajemen Keuangan Edisi Tiga*. Jakarta: Mitra Wacana Media.

- Subramanyam, K. R., & John, J. W. (2014). Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: Salemba Empat.
- Sudana, I. M. (2011). Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori dan Praktek. Jakarta: Erlangga.
- Sugiarto. (2009). Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan & Informasi Asimetri. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Sugiyono. (2018). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D. Bandung: Alfabeta.
- Sundjaja, R. S., & Barlian, I. (2002). Manajemen Keuangan Satu. Jakarta: Literata Lintas Media.
- Sutrisno. (2009). Manajemen Keuangan Teori Konsep dan Aplikasi. Yogyakarta: Ekonisia.
- Syamsudin, L. (2001). Manajemen Keuangan Perusahaan (Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan). Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Tripathy, S., & Shaik, A. R. (2019). Leverage and Firm Performance: Empirical Evidence from Indian Food Processing Industry. *Management Science Letters*, 10(6), 1233–1240. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2019.11.035>
- Vatavu, S. (2013). Determinants of Corporate Debt Ratios: Evidence from Manufacturing Companies Listed on the Bucharest Stock Exchange. *Journal of Economics and Business*, 6(20), 99–126.
- W.A, Esthi Nur, & Mukhzarudfa, Y. (2021). Determinan Kepemilikan Asing, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Universitas Jambi*, 6(1), 45–60. <https://doi.org/10.1088/1751-8113/44/8/085201>
- Widarjo, W., & Setiawan, D. (2009). Pengaruh Rasio Keuangan terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan Otomotif. *Bisnis dan Akuntansi*, 11(2), 107–119.
- Widarjono, A. (2009). Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya. Yogyakarta: EKONISIA.
- Yuniastuti, R. M. (2019). Analisis Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap Kinerja Perusahaan Otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *GEMA*, 11(2), 148-157.