

JURNAL

AKUNTANSI & MANAJEMEN

JAM

**PEMILIHAN SEKURITAS DAN ARAH KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL:
PECKING ORDER ATAUkah STATIC-TRADEOFF?**

Perminas Pangeran

**PENGARUH INVESTASI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN LEVERAGE OPERASI
TERHADAP HUBUNGAN INTERDEPENDENSI ANTARA KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN KEBIJAKAN LEVERAGE KEUANGAN**

Maria Susilowati Budiyanti

HERDING PADA KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL

*Anny Laila Safithri
Baldric Siregar*

**ANALISIS KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA SEBELUM DAN SESUDAH
PEMBAYARAN DIVIDEN KAS**

J.C. Shanti

**KONTRIBUSI INDUSTRI TELEKOMUNIKASI SELULAR
TERHADAP PEREKONOMIAN NEGARA**

*Setiawan
Rudy Badrudin*

**ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN LAPORAN KEUANGAN
TERHADAP RETURN SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)**

Tri Astuti



Rp7.500,-

| | | | | | |
|-----|---------|-------|------------|------------|-----------------|
| JAM | VOL. 21 | NO. 1 | Hal 1 - 84 | APRIL 2010 | ISSN: 0853-1259 |
|-----|---------|-------|------------|------------|-----------------|

Vol. 21, No. 1, April 2010

ISSN: 0853-1259

JURNAL
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

JURNAL AKUNTANSI & MANAJEMEN

EDITOR IN CHIEF

Djoko Susanto
STIE YKPN Yogyakarta

EDITORIAL BOARD MEMBERS

Baldric Siregar
STIE YKPN Yogyakarta

Harsono
Universitas Gadjah Mada

Dody Hapsoro
STIE YKPN Yogyakarta

Soeratno
Universitas Gadjah Mada

Eko Widodo Lo
STIE YKPN Yogyakarta

Wisnu Prajogo
STIE YKPN Yogyakarta

MANAGING EDITORS

Sinta Sudarini
STIE YKPN Yogyakarta
Enny Pudjiastuti
STIE YKPN Yogyakarta

EDITORIAL SECRETARY

Rudy Badrudin
STIE YKPN Yogyakarta

PUBLISHER

Pusat Penelitian dan Pengabdian Masyarakat STIE YKPN Yogyakarta
Jalan Seturan Yogyakarta 55281
Telpon (0274) 486160, 486321 ext. 1406 Fax. (0274) 486155

EDITORIAL ADDRESS

Pusat Penelitian dan Pengabdian Masyarakat STIE YKPN Yogyakarta
Jalan Seturan Yogyakarta 55281
Telpon (0274) 486160, 486321 ext. 1332 Fax. (0274) 486155
<http://www.stieykp.ac.id> • e-mail: rudy.badrudin@stieykp.ac.id
Bank Mandiri atas nama STIE YKPN Yogyakarta No. Rekening 137 – 0095042814

Jurnal Akuntansi & Manajemen (JAM) terbit sejak tahun 1990. JAM merupakan jurnal ilmiah yang diterbitkan oleh Pusat Penelitian dan Pengabdian Masyarakat Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yayasan Keluarga Pahlawan Negara (STIE YKPN) Yogyakarta. Penerbitan JAM dimaksudkan sebagai media penerangan karya ilmiah baik berupa kajian ilmiah maupun hasil penelitian di bidang akuntansi dan manajemen. Setiap naskah yang dikirimkan ke JAM akan ditelaah oleh MITRA BESTARI yang bidangnya sesuai. Daftar nama MITRA BESTARI akan dicantumkan pada nomor paling akhir dari setiap volume. Penulis akan menerima lima eksemplar cetak lepas (*off print*) setelah terbit.

JAM diterbitkan setahun tiga kali, yaitu pada bulan April, Agustus, dan Desember. Harga langganan JAM Rp7.500,- ditambah biaya kirim Rp12.500,- per eksemplar. Berlangganan minimal 1 tahun (volume) atau untuk 3 kali terbitan. Kami memberikan kemudahan bagi para pembaca dalam mengarsip karya ilmiah dalam bentuk *electronic file* artikel-artikel yang dimuat pada JAM dengan cara mengakses artikel-artikel tersebut di *website* STIE YKPN Yogyakarta (<http://www.stieykp.ac.id>).

DAFTAR ISI

**PEMILIHAN SEKURITAS DAN ARAH KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL: *PECKING ORDER*
ATAUKAH *STATIC-TRADEOFF*?**

Perminas Pangeran

1-16

**PENGARUH INVESTASI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN *LEVERAGE* OPERASI TERHADAP
HUBUNGAN INTERDEPENDENSI ANTARA KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN KEBIJAKAN
LEVERAGE KEUANGAN**

Maria Susilowati Budiyantri

17-29

***HERDING* PADA KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL**

Anny Laila Safithri

Baldric Siregar

31-43

**ANALISIS KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR
DIBURSA EFEK INDONESIA SEBELUM DAN SESUDAH PEMBAYARAN DIVIDEN KAS**

J.C. Shanti

45-58

KONTRIBUSI INDUSTRI TELEKOMUNIKASI SELULAR TERHADAP PEREKONOMIAN NEGARA

Setiawan

Rudy Badrudin

59-79

**ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN LAPORAN KEUANGAN TERHADAP *RETURN* SAHAM
DIBURSA EFEK JAKARTA (BEJ)**

Tri Astuti

61-84

PEMILIHAN SEKURITAS DAN ARAH KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL: *PECKING ORDER* ATAUKAH *STATIC-TRADEOFF*?

Perminas Pangeran

Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Duta Wacana
Jalan Dr. Wahidin Sudiro Husodo 5-25, Yogyakarta, 55224
Telepon +62 274 563929, Fax +62 274 513235

ABSTRACT

This study addresses the specific issue of how firms actually select between financing instruments, debt and equity. Specifically, the examining of whether in securities offering choice, firms are consistent with pecking order theory or static- tradeoff theory. The analyses shows three main findings. First, it demonstrates that companies are heavily influenced by market condition and the past history of security price in choosing between equity and debt. Second, it provides empirical evidence that company appears to be consistent with the pecking order theory. Finally, the evidence in regard to tradeoff theory is less clear. In this case, the result are interesting, since the higher of business risk and volatility level, firms are more likely using the higher debt. It is not consistent with static-tradeoff theory.

Keywords: Security Offering, Pecking Order, and Static-Tradeoff

PENDAHULUAN

Filosofi dasar pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber-sumber dana internal atau eksternal secara teoritis didasarkan pada dua kerangka, yaitu *static tradeoff theory* dan *pecking order theory* (Myers, 1984; Bayless & Diltz, 1994; Kamath, 1997). Dalam hal ini, meskipun dasar pemikiran teoritis kedua filosofi

tersebut telah terdefinisi dengan jelas, namun demikian tidak dapat dipahami pada kondisi mana kedua filosofi itu diterapkan (Harris & Raviv, 1991).

Ketidakjelasan penerapan kedua filosofi itu mendorong penelitian ini membahas isu tentang mengapa perusahaan memilih menerbitkan sekuritas ekuitas atau utang. Selain itu, penelitian ini menguji apakah perusahaan memilih penawaran sekuritas konsisten dengan filosofi pendanaan *pecking order theory* ataukah *static-tradeoff theory*. Harris dan Raviv (1991) mengindikasikan bahwa pemilihan struktur modal memberi sinyal kepada para *outsider* atau investor tentang informasi *insider*. Myers (1984) menyatakan para investor tertarik pada pemilihan pendanaan karena perubahan harga saham terjadi pada saat keputusan pemilihan struktur modal diumumkan.

Perusahaan yang menganut filosofi pendanaannya atas dasar *static-tradeoff theory*, mendasarkan keputusan pendanaan pada struktur modal yang ditargetkan atau struktur modal yang optimal. Oleh karena itu, perusahaan melakukan upaya-upaya secara sadar untuk mempertahankan struktur modal yang optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Kamath, 1997). Struktur modal yang optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak dari penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan (Myers, 1984; Baskin, 1989; Stulz in Raviv, 1991; Brigham & Gapenski, 1996:382). Filosofi *balance theory* memprediksi bahwa masing-masing perusahaan menyesuaikan secara perlahan-lahan ke arah optimal, (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

Sementara itu, perusahaan yang menganut filosofi pendanaan atas dasar kerangka *pecking order hypothesis*, berusaha untuk menerbitkan sekuritas berdasarkan suatu urutan atau hirarki yang paling menguntungkan pada suatu waktu tertentu dan tidak mendasarkan pada struktur modal yang ditargetkan (Kamath, 1997). Berdasarkan *pecking order hypothesis*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Berdasarkan filosofi *pecking order hypothesis*, urutan pendanaan yang disarankan atau diinginkan perusahaan pertama dari laba yang ditahan, kedua dari pendanaan utang, dan ketiga dari penerbitan ekuitas baru (Myers, 1984).

Pemilihan penerbitan sekuritas ekuitas menjadi pilihan terakhir dengan mendasarkan pada alasan bahwa para manajer tidak menginginkan terjadinya dilusi terhadap nilai saham bagi para pemegang saham lama (Viswanath, 1994), dan tidak menginginkan terjadinya *transfer of the control power* (Smith, Jrin Chew, 1999). Disamping itu, pengaruh asimetrik informasi dan biaya penerbitan saham cenderung mendorong perilaku *pecking order* (Myers, 1984; Baskin 1989). Implikasinya, perusahaan seharusnya berusaha memperkecilkan penerbitan saham. Oleh karena itu, perusahaan memilih untuk menerbitkan ekuitas pada saat terjadinya pengurangan asimetrik informasi (Myers, 1984; Lucas & McDonald, 1990; Choe et al., 1989 dalam Bayless dan Diltz, 1994).

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya. Pertama, pemilihan sekuritas oleh Marsh (1982), dan Bayless dan Diltz (1994) mendasarkan pada pemilihan sekuritas antara penerbit ekuitas yang menerbitkan saham biasa dan utang yang menerbitkan obligasi. Namun demikian, penelitian ini mendasarkan pemilihan penerbitan sekuritas ekuitas saham melalui *right issue*, dan penerbit utang diwakili emiten yang menggunakan *debt ratio* meningkat dan tidak melakukan *right issue* ekuitas. Kedua, penelitian ini menambah variabel penjelas lain, yaitu tingkat pertumbuhan potensial perusahaan, ukuran perusahaan, risiko ekuitas yang diharapkan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pemilihan penawaran sekuritas perusahaan. Ketiga, penelitian ini berusaha mempertimbangkan beberapa proksi untuk masing-masing variabel, sehingga diharapkan diperoleh suatu proksi yang dapat memberi kekuatan

penjelas terbaik.

Debat teoritis terus berlangsung terhadap struktur modal, namun bukti empiris relatif sedikit tentang bagaimana perusahaan sesungguhnya memilih antara ekuitas dan utang. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi motivasi perusahaan untuk melakukan pemilihan penawaran sekuritas antara ekuitas ataukah utang. Pemilihan penawaran sekuritas ekuitas konsisten dengan kebijakan struktur modal yang mendasarkan pada filosofi dari *pecking order theory* ataukah *balance theory*. Hasil empiris tentang penawaran sekuritas ekuitas dapat memberi sinyal kepada para *outsider* atau investor tentang informasi *insider*. Dengan demikian, hasil penelitian memberi beberapa pemahaman terhadap filosofi teori struktur modal sebagai filosofi dalam memilih alternatif instrumen pendanaan yang tepat, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Keputusan struktur modal tetap merupakan teka-teki. Beberapa penelitian empiris telah membahas mengenai *static-tradeoff theory*. Bukti empiris yang mendukung *static-tradeoff theory*, seperti Schwartz dan Aronson (1967), Long dan Malitz (1985), Smith dan Watts (1992), Mackie-Mason (1990). Simpulan mereka konsisten dengan pandangan Modigliani dan Miller (1996) yang membuktikan pengaruh positif dari *interest tax shields* pada nilai pasar perusahaan *electric utilities*. Bradley et al. (1984) melakukan tinjauan dan sintesis pada literatur teoritis dan empiris sebelumnya tentang struktur modal yang optimal dan menyimpulkan bahwa temuan mereka mendukung *static-tradeoff theory*. Berbeda dengan hasil penelitian Titman dan Wessels (1988) yang menggunakan pendekatan variabel laten, mereka hanya menemukan bukti yang *mixed* dari peran berbagai faktor yang diprediksi oleh *balancing theory*. Hasil penelitian lainnya juga mendukung bahwa perusahaan menyesuaikan struktur modal ke arah target *debt ratio*, (misalkan, Tagart, 1997; Homaifar et al., 1994; Marsh, 1982). Namun demikian, hasil penelitian mereka saling tidak konsisten. Oleh karena itu, bukti penelitian tentang *static-tradeoff theory* belum sampai pada suatu simpulan akhir.

Beberapa penelitian empiris tentang *pecking order theory* juga dilakukan Baskin (1989); Marsh

(1979,1982); Thies dan Klock (1992); Bayless dan Diltz (1994) dan Kamath (1997). Hasil penelitian mereka menyimpulkan hasil yang saling tidak konsisten tentang apakah perusahaan cenderung mengikuti filosofi *pecking order theory* ataukah *static-tradeoff theory* dalam membentuk keputusan struktur modal. Marsh (1982) melakukan penelitian empiris tentang penawaran sekuritas pada perusahaan UK, dengan fokus pada bagaimana perusahaan memilih antara utang dan ekuitas pada suatu waktu tertentu. Hasil empiris Marsh membuktikan bahwa perusahaan cenderung mengikuti filosofi *static-tradeoff theory* dan *pecking order theory*.

Penelitian Thies dan Klock (1992) menguji berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal ditinjau dari filosofi *pecking order theory* dan *static-tradeoff theory*. Penghematan pajak mendorong perusahaan menggunakan utang sedangkan biaya kebangkrutan dan keagenan membatasi perusahaan menggunakan utang. Asimetrik informasi mendorong perusahaan untuk mempertahankan *reserve borrowing capacity*, untuk mendanai berbagai kesempatan investasi yang mendukung di masa yang akan datang. Bayless dan Diltz (1994) melakukan penelitian tentang teori struktur modal dan penawaran sekuritas. Bukti penelitian mereka menunjukkan bahwa pemilihan sekuritas adalah konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984), Lucas dan McDonald (1990), Kamath (1997). Namun demikian, hasil penelitian mereka tidak membuktikan bahwa perusahaan berupaya mempertahankan filosofi *static-tradeoff theory*.

Keputusan struktur modal secara teoritis mendasarkan pada *static-tradeoff theory*, mengasumsikan perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai pasar (Kamath, 1997). *Static-tradeoff theory* memprediksi masing-masing perusahaan menyesuaikan secara perlahan-lahan kearah *debt ratio* yang optimal (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Berdasarkan teori Modigliani dan Miller (1966), semakin besar utang yang digunakan, semakin tinggi nilai perusahaan. Model Modigliani dan Miller mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan atas penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan, yang disebut model

Static-tradeoff (Myers, 1984; Jensen & Meckling, 1979).

Myers, (1999) menyatakan bahwa salah satu hal yang paling fundamental adalah *no magic* dalam *leverage* proposisi Modigliani dan Miller. Dugaan bahwa penggunaan utang lebih adalah lebih baik, tidak mendapat dukungan empiris. Utang dapat lebih baik daripada ekuitas dalam beberapa kasus, namun dalam kasus lain menjadi buruk. Kadang-kadang semua pilihan pendanaan sama baiknya. Myers (1999) mengusulkan tiga dimensi yang sebaiknya dipertimbangkan oleh para manajer keuangan dalam pemilihan struktur modal, yaitu dimensi pajak, risiko, dan tipe aset. Pertimbangan pajak berkaitan dengan tingkat bunga sebagai *tax deductible*. Beberapa perusahaan meyakini, bahwa mereka akan memperoleh laba yang dapat dikenakan pajak di masa yang akan datang. Semakin perusahaan menggunakan utang, semakin kecil nilai ekspektasi yang dapat direalisasikan dari interest *tax shields*. Nilai ini tergantung pada 1) probabilitas perusahaan akan memiliki pendapatan yang dapat dikenakan pajak untuk perlindungan; 2) tingkat pajak marginal yang dikenakan atas pendapatan; 3) adanya cara lain ke arah *shield income*; dan 4) investor ekuitas memperoleh *tax break* relatif terhadap *lender* (Myers, 1999: 209-210 dalam Chew).

Pertimbangan risiko berkaitan dengan penggunaan utang. Penggunaan utang yang semakin besar akan mengarah kepada kesulitan keuangan (*cost of financial distress*) atau biaya kebangkrutan. Biaya kebangkrutan langsung misalnya, *fees* hukum dan pengadilan, komisi *real estate*, (Myers,1999:210 dalam Chew). Biaya informasi terjadi karena kesulitan pihak *outsider* mengetahui risiko sebenarnya dan prospek perusahaan, (Myers,1999:212 dalam Chew). Pertimbangan tipe aset berkaitan dengan penggunaan utang. Penggunaan utang yang semakin tinggi akan menyebabkan kerugian besar, terutama pada perusahaan yang nilai pasarnya tergantung pada teknologi, modal manusia, kesempatan pertumbuhan, dan tipe aset *intangible*. Oleh karena itu, perusahaan disarankan menggunakan kebijakan utang yang konservatif. Sebaliknya, perusahaan dapat menggunakan utang yang relatif tinggi untuk tipe aset yang *tangible*.

Pertimbangan terhadap tiga dimensi, pajak, risiko, dan tipe aset, tidak dimaksudkan bagi manajer, untuk menentukan berapa banyaknya menerbit utang. Namun demikian, pertimbangan itu lebih merupakan kerangka pemikiran untuk struktur modal yang optimal. Keputusan pendanaan ini tergantung pada manajer keuangan, (Myers, 1999:213 dalam Chew).

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama dari internal, *retained earning*, kemudian utang berisiko rendah dan terakhir ekuitas (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Harris & Raviv, 1991). *Pecking order theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal (Shyam-Sunder & Myers, 1999) dan memiliki asumsi-asumsi (Myers, 1984). Pertama, kebijakan dividen adalah *sticky*; kedua, perusahaan lebih suka pendanaan internal daripada eksternal, namun mereka berusaha mencari pendanaan eksternal bila perlu mendanai investasi riil yang memiliki NPV positif; ketiga jika menghendaki pendanaan eksternal, mereka akan menerbitkan pertama sekuritas yang lebih aman, mulai dengan memilih utang, kemudian sekuritas *hybrid*, dan urutan pilihan terakhir pendanaan ekuitas; keempat, ketika perusahaan mencari dana eksternal lebih, pemilihan sekuritas dilakukan berdasarkan urutan, dari sekuritas (misal: utang) yang paling aman ke yang berisiko dan urutan terakhir adalah ekuitas eksternal.

Model *pecking order theory* berfokus pada motivasi manajer korporat, bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal. *Pecking order theory* mencerminkan persoalan yang diciptakan oleh asimetrik informasi. Bagaimana kita mengetahui para manajer memiliki informasi superior. Pasar belajar dari tindakan para manajer karena para manajer diyakini memiliki informasi awal yang lebih baik. Dasar pemikirannya dapat merujuk pada penjelasan berikut ini, (Myers, 1984 dalam Cooley, 1996:152). Pertama, para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun enggan untuk menerbitkan saham ketika mereka percaya saham mereka adalah *undervalued*. Mereka lebih mungkin akan menerbitkan ketika saham mereka adalah *fairly price* atau *overpriced*. Kedua, investor memahami bahwa para manajer mengetahui lebih banyak sehingga

menerbitkan pada waktu yang tepat. Ketiga, para investor menginterpretasikan keputusan untuk menerbitkan ekuitas sebagai *bad news*, dan perusahaan dapat menerbitkan ekuitas hanya pada harga *discount*. Keempat, perusahaan yang bekerja berdasarkan filosofi *pecking order* dan membutuhkan ekuitas eksternal kemungkinan tidak akan memanfaatkan kesempatan investasi yang baik, karena saham tidak dapat di jual pada "*fair price*".

Implikasi dari penjelasan tersebut adalah 1) ekuitas internal lebih baik dari ekuitas eksternal; 2) *financial slack* bernilai; dan 3) utang lebih baik daripada ekuitas jika pendanaan eksternal dikehendaki hanya karena utang lebih aman daripada ekuitas. Myers (1984) memberikan dasar kebenaran bahwa *pecking order theory* mendasarkan pada asimetrik informasi. Myers dan Majluf, (1984) membuat dua asumsi utama tentang manajer korporat. Pertama, mereka mengasumsikan seorang manajer perusahaan lebih banyak mengetahui tentang kesempatan investasi dan laba sekarang perusahaan, dibandingkan investor luar. Kedua, mereka mengasumsikan para manajer bertindak untuk kepentingan terbaik para pemegang saham (Megginson, 1997:339). Asumsi asimetrik informasi menyiratkan bahwa para manajer mengembangkan dan menemukan kesempatan baru investasi yang menarik dengan NPV positif, namun mereka tidak dapat menyampaikan informasi tersebut dengan baik kepada pemegang saham luar, karena pernyataan manajer tidak dipercayai oleh para investor. Menurut Myers dan Majluf (1984), penyelesaiannya bagi perusahaan adalah mempertahankan *financial slack* yang cukup serta dapat mendanai proyek NPV positif.

Model Myers dan Majluf, (1984) juga menjelaskan reaksi pasar saham terhadap peristiwa yang menaikkan *leverage* dan peristiwa yang menurunkan *leverage* (Megginson, 1997:340). Perusahaan lebih suka menggunakan dana internal dan dana yang berisiko paling rendah dari dana eksternal untuk mendanai kesempatan investasi yang bernilai dari. Perusahaan juga akan menerbitkan saham ketika *overvalue*. Investor menyadari insentif ini, serta menyadari bahwa investor memiliki informasi lebih baik tentang prospek perusahaan. Oleh karena itu, investor selalu menyambut pengumuman penerbitan saham baru sebagai *bad news* (Megginson, 1997:340).

Asimetrik informasi dan biaya penerbitan sekuritas mempengaruhi struktur modal dengan membatasi akses pada pendanaan dari luar (Myers, 1984). Persoalan informasional ini nampaknya terutama berkaitan dengan saham biasa (Baskin, 1989). Asimetrik informasi menghalangi kemampuan perusahaan meraih dana melalui penerbitan saham baru (Baskin, 1989).

Peristiwa yang menurunkan *leverage* berkaitan dengan penurunan harga saham. Contoh, pengumuman peristiwa yang meningkatkan *leverage* menyarankan bahwa manajer korporasi adalah cukup yakin tentang kekuatan laba perusahaan yang akan datang, yaitu laba yang dapat meningkatkan tingkat utang korporat tanpa mengurangi kemampuan mendanai investasi secara internal. Oleh karena itu, penerbitan utang direspon pasar sebagai *good news* (Megginson, 1997:340). Sementara itu, Megginson (1997:341) menunjukkan beberapa keterbatasan *pecking order hypothesis*, pertama, *pecking order theory* tidak dapat menjelaskan semua aturan struktur modal dalam praktik. Teori ini tidak dapat menjelaskan bagaimana pajak, biaya kebangkrutan, biaya penerbitan sekuritas, set kesempatan individu perusahaan mempengaruhi *debt ratio* aktual perusahaan. Teori ini mengabaikan persoalan keagenan yang muncul ketika manajer perusahaan mengakumulasi *financial slack* begitu besar, yang mereka imunisasikan pada disiplin pasar. Namun demikian, *pecking order theory* dapat menjelaskan dengan lebih baik aspek tertentu perilaku korporat, yaitu tentang pemilihan pendanaan korporat dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan lebih suka mendapatkan modal dengan urutan prioritas pertama dari *retained earning*, kedua dari *debt*, dan terakhir dari penerbitan ekuitas baru. Menurut Myers, perilaku itu kemungkinan disebabkan adanya penghematan biaya langsung, biaya transaksi, dan mengurangi dividen (Baskin, 1989; Myers, 1984). Dana dari laba yang ditahan sudah tersedia, walaupun harus investasi kembali sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan. Oleh karena itu, profitabilitas diharapkan berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Ukuran penawaran sekuritas yang semakin besar akan memberi sinyal yang buruk bagi investor, sehingga harga saham turun (Myers & Majluf, 1984; Harris & Raviv, 1991). Ukuran penawaran sekuritas yang semakin besar mengakibatkan perusahaan pada posisi yang lebih berisiko. Penerbitan saham biasa baru akan berakibat dilusi nilai saham bagi pemegang saham lama, apabila harga jual ditetapkan di bawah harga pasar (Viswanath, 1990). Oleh karena itu, peningkatan dalam ukuran penawaran sekuritas seharusnya meningkatkan probabilitas perusahaan untuk menerbitkan utang (Bayless & Diltz, 1994). Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1b: Ukuran penawaran sekuritas berpengaruh negatif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa dengan mempertahankan ukuran penawaran seluruhnya konstan, kenaikan harga saham akan meningkatkan bagian kesempatan pertumbuhan yang dipertahankan oleh pemegang saham lama dan mengurangi kerugian nilai perusahaan terhadap pemegang saham lama dan mengurangi kerugian nilai perusahaan terhadap pemegang saham baru. Hal ini berarti penerbitan ekuitas menjadi lebih menarik setelah ada kenaikan harga saham perusahaan. Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa probabilitas penerbitan ekuitas mengalami kenaikan apabila ada kenaikan nilai saham perusahaan yang dipertahankan oleh pemegang saham. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1c: Perubahan harga saham berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Perusahaan akan memiliki waktu yang tepat untuk menerbitkan sekuritas pada periode waktu tertentu, ketika terjadi penurunan tingkat asimetrik informasi (Myers, 1984; Choe *et al.*, 1989 dalam Harris & Raviv, 1991). Pemilihan waktu tertentu yang tepat untuk menerbitkan sekuritas ekuitas pada saat terjadinya kenaikan harga ekuitas dan kondisi pasar modal yang menguntungkan (Myers, 1984; Lucas & McDonald, 1990; Bayless & Diltz, 1994). Perusahaan lebih mungkin untuk menerbitkan ekuitas setelah kinerja pasar ekuitas atau pasar modal menguntungkan, yang ditandai dengan meningkatnya indeks harga saham gabungan. Berdasarkan uraian tersebut

dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1d: Perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Kale *et al.* (1991) menjelaskan bahwa adanya penggunaan utang yang tinggi akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan dan pada suatu tingkat utang tertentu semakin tinggi risiko bisnis, maka semakin besar kemungkinan kebangkrutan. Risiko bisnis ditentukan oleh variabilitas pendapatan yang akan diterima pada masa yang akan datang (Ferri & Jones, 1979). Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2a: Risiko bisnis berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Myers (1984) menjelaskan bahwa jika *static-tradeoff theory* adalah benar perusahaan mungkin kadang-kadang berada di atas dan di bawah struktur modal yang optimal atau yang ditargetkan. Perusahaan yang struktur modalnya di bawah struktur modal yang optimal adalah lebih mungkin mengganti penggunaan ekuitas dengan utang. Sebaliknya, struktur modal di atas struktur modal yang optimal adalah lebih mungkin mengganti penggunaan utang dengan ekuitas (Myers, 1984; Marsh, 1982). Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2b: Deviasi struktur modal dari yang ditargetkan berpengaruh terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Static-tradeoff theory memprediksi suatu hubungan yang negatif antara variabilitas pendapatan dan penggunaan utang (Thies & KLock, 1992). Perusahaan dengan pendapatan yang relatif stabil memungkinkan untuk dapat memprediksikan pendapatan yang akan datang secara tepat. Pendapatan yang stabil memungkinkan perusahaan mampu meminjam lebih besar. Volatilitas yang tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2c: Volatilitas pendapatan berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Dengan menganggap adanya keraguan emiten untuk menerbitkan ekuitas yang disebabkan oleh persoalan asimetrik informasi dan biaya emisi penerbitan ekuitas maka perusahaan adalah lebih mungkin menerbitkan utang dari pada ekuitas (Brigham

& Gapenski, 1996:421). Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3a: Tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapat dana. Perusahaan yang relatif besar cenderung lebih terdiversifikasi dan tidak mudah mengalami kebangkrutan (Titman & Wessels, 1988). Oleh karena itu, perusahaan besar menggunakan utang lebih tinggi. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3b: ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Kebijakan struktur modal melibatkan *trade-off* antara risiko dan *return* (Weston & Gapenski, 2007:690). Penambahan utang memperbesar risiko perusahaan, tetapi juga memperbesar *return* yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan akan menaikkan harga saham. Hamada (1972) mengkombinasikan teori MM dan CAPM. Temuan Hamada menunjukkan bahwa rata-rata risiko sistemik perusahaan yang menggunakan *leverage* adalah lebih besar dari perusahaan yang tidak menggunakan *leverage*.

Jones (1998:236) menunjukkan bahwa beta berhubungan linear terhadap *return* saham. Semakin tinggi beta, maka semakin tinggi pula *return* yang diharapkan. Penggunaan utang akan menambah tingkat risiko bagi investor. Oleh karena itu, perusahaan lebih mungkin menggunakan ekuitas dari pada utang. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3c: Risiko ekuitas berpengaruh positif terhadap pemilihan sekuritas ekuitas perusahaan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber sebagai berikut: (a) *Indonesian Capital Market Directory* (b) *Jurnal Pasar Modal Indonesia* (c) *Jakarta Stock Exchange Statistic Monthly* (d) *Jakarta Stock Exchange statistic Fact Book* (e) Laporan Mingguan

Bank Indonesia (f) *Indonesia Business Data Centre*. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*. Kriteria sampel penelitian yang digunakan untuk memilih sampel adalah dengan berdasarkan pada prosedur sebagai berikut; 1) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode sebelum krisis moneter melanda Indonesia, yaitu 1991 sampai dengan 1996; 2) perusahaan yang melakukan penawaran sekuritas ekuitas baru, dengan fokus pada emiten yang melakukan *right issue* ekuitas. Sebaliknya, emiten yang memilih menggunakan atau menawarkan utang adalah emiten yang memiliki *debt ratio*-nya meningkat dan tidak melakukan *right issue* ekuitas, sebagai *control group*; 3) emiten yang sahamnya relatif paling aktif dengan mendasarkan pada kriteria frekuensi; 4) perusahaan memiliki ukuran (*SIZE*) yang relatif sama besarnya. Hal ini dapat dilihat dari rata-rata ukuran masing-masing kelompok yang tidak berbeda secara signifikan; dan 5) emiten melakukan laporan keuangan lengkap minimal selama periode enam tahun.

Berdasarkan pada kriteria sampel, total sampel yang dianalisis dalam penelitian ini sebanyak 96 observasi. Total sampel terdiri dari 66 observasi emiten ekuitas baru, sedangkan 30 observasi emiten utang (obligasi). Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Marsh (1982) dan Bayless dan Diltz (1994), maka penelitian ini juga menggunakan model logit atau regresi logistik. Perumusan model logit tentang pemilihan penawaran sekuritas dalam analisis penelitian adalah dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 ROA_{it} - \beta_2 OFFSZ_{it} + \beta_3 PRICE_{it} + \beta_4 IHSG_{it} + \beta_5 BRISK_{it} + \beta_6 DVTAR_{it} + \beta_7 VOLAT_{it} - \beta_8 GROWT_{it} - \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} BETA_{it} + m_{it} \dots\dots\dots 1)$$

Keterangan:

Y_{it} = Pemilihan Sekuritas, $Y_{it} = 1$ jika emiten memilih menerbitkan sekuritas ekuitas, $Y_{it} = 0$ jika emiten memilih menggunakan atau menerbitkan sekuritas utang. ROA_1 = Profitabilitas, $OFFSZ_2$ = Ukuran Penawaran Sekuritas, $PRICE_3$ = Harga saham, $IHSG_4$ = Indeks Harga Saham Gabungan, $BRISK_5$ = Risiko bisnis, $DVTAR_6$ = Deviasi dari struktur modal yang ditargetkan, $VOLAT_7$ = Volatilitas Pendapatan, $GROWT_8$ =

Pertumbuhan Potensial Perusahaan, $SIZE_9$ = Ukuran Perusahaan, $BETA_{10}$ = Risiko Ekuitas, α = konstanta, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9$ = Koefisien regresi, m_{it} = *Disturbance error*.

Variabel dependen dalam penelitian ini didefinisikan sebagai pemilihan sekuritas (Y_{it}) antara penawaran ekuitas ataukah utang, dimana $Y_{it} = 1$, jika emiten memilih menerbitkan sekuritas ekuitas, $Y_{it} = 0$, jika emiten memilih menggunakan atau menerbitkan sekuritas utang. Keputusan penawaran sekuritas antara ekuitas, diwakili oleh emiten yang menerbitkan ekuitas melalui *right issue*. Sebaliknya, emiten yang memilih menerbitkan utang diwakili oleh emiten yang memiliki *debt ratio* meningkat dan tidak melakukan *right issue*.

Variabel independen yang dianalisis dalam model penelitian ini dibagi atas tiga kelompok variabel, yaitu variabel *pecking order theory*, variabel *static-tradeoff theory*, dan variabel penjelas lainnya. Dalam penelitian ini digunakan beberapa proksi untuk suatu variabel dan dipilih proksi yang memiliki kekuatan penjelas terbaik. Pengukuran (proksi) variabel independen terpilih hasil analisis univariat disajikan dalam Tabel 1, Tabel 2, dan Tabel 3.

HASIL PENELITIAN

Organisasi bahasan akan diawali dengan statistik deskriptif. Statistik deskriptif meliputi angka statistik, yaitu rerata, standard deviasi, nilai ekstrim, dan uji normalitas data. Selanjutnya, pengujian hipotesis terdiri atas dua tahap analisis. Tahap pertama adalah analisis uji univariat, dengan pendekatan *Mann-Whitney test* dan *Wilcoxon W. Test*. Tahap kedua adalah analisis uji multivariat, dengan pendekatan model regresi logistik. Statistik deskriptif lebih berhubungan dengan karakteristik sampel penelitian. Tabel 4 memberi gambaran tentang karakteristik sampel yang dipakai dalam penelitian. Karakteristik sampel meliputi angka statistik, yaitu rerata, standard deviasi, nilai ekstrim untuk variabel *pecking order theory* dan *static-tradeoff theory* antara kelompok perusahaan penerbit ekuitas baru (*right issue*) dan perusahaan penerbit utang.

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan menggunakan pendekatan analisis multivariat regresi logistik. Sebelum melakukan analisis multivariat,

Tabel 1
Ringkasan Definisi Pengukuran Variabel *Pecking Order Theory*

| No | Variabel | Simbol | Pengukuran (Proksi) |
|----|----------------------------|--------|---|
| 1 | Profitabilitas | ROA | Laba operasi dibagi dengan net sales |
| 2 | Ukuran Penawaran Sekuritas | OFFSZ | Jumlah penawaran sekuritas dibagi dengan total aset (Bayless & Diltz, 1994) |
| 3 | Harga Saham | PRICE | Rerata harga saham penutupan berdasarkan <i>arithmetic mean</i> , selama tiga bulan sebelum melakukan penerbitan sekuritas dibagi dengan rerata harga saham selama tiga puluh enam bulan, (Bayless & Diltz, 1994) |
| 4 | Kondisi Pasar Modal | IHSG | Rerata IHSG penutupan berdasarkan <i>arithmetic mean</i> , selama tiga bulan sebelum melakukan penerbitan sekuritas dibagi dengan rerata IHSG selama tiga puluh enam bulan (Bayless & Diltz, 1994) |

Tabel 2
Ringkasan Definisi Pengukuran Variabel *Static-Tradeoff Theory*

| No | Variabel | Simbol | Pengukuran (Proksi) |
|----|--|--------|---|
| 1 | Risiko Bisnis | BRISK | Varians tak sistematis (<i>unsystematic variance</i>) atau <i>mean of square</i> , yang diperoleh dari OLS (Booth & Smith, 1990). |
| 2 | Deviasi dari struktur modal yang ditargetkan | DVTARA | Perbedaan antara <i>debt ratio target</i> , pada akhir tahun sebelum emiten melakukan penerbitan sekuritas. <i>Debt ratio</i> adalah utang jangka panjang dibagi ekuitas. <i>Debt ratio target</i> diperoleh dengan menggunakan rata-rata historis selama perioda enam tahun (Bayless & Diltz, 1994). |
| 3 | Volatilitas Pendapatan | VOLAT | Standar deviasi dari prosentase perubahan <i>net operating income</i> dibagi total aset (Homofair <i>et al.</i> , 1994). |

Tabel 3
Ringkasan Definisi Pengukuran Variabel Penjelas Lainnya

| No | Variabel | Simbol | Pengukuran (Proksi) |
|----|------------------------|--------|---|
| 1 | Kesempatan Pertumbuhan | GROWTH | Nisbah nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas (Homofair <i>et al.</i> , 1988). |
| 2 | Ukuran Perusahaan | SIZE | Nilai rata-rata dari total aset berdasarkan <i>arithmetic mean</i> (Homofair <i>et al.</i> , 1988). |
| 3 | Risiko Ekuitas | BETA | Menggunakan Indeks Tunggal (Bodie <i>et al.</i> , 1988). |

PENGARUH INVESTASI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN LEVERAGE OPERASI TERHADAP HUBUNGAN INTERDEPENDENSI ANTARA KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN KEBIJAKAN LEVERAGE KEUANGAN

Maria Susilowati Budiyantri

Ciawitali RT 01 RW 10, Panulisan Timur, Dayehluhur, Cilacap

E-mail: maria_sb@yahoo.co.id

ABSTRACT

Dividend and financial leverage have an interdependence relationship. This research aims to reexamine the prediction of Pecking Order Theory (POT) on the interdependence relationship between dividend and financial leverage, because there are different opinions in prior research. These are interesting the researcher's attention to find out the most relevant theories with the condition of Indonesian firms, specially for manufacturing firms so as to support the previous research. Also, researcher added other variables that had not included in previous research, those are operating leverage and managerial ownership. Researcher examined some of the fundamental factors of firm that effect dividend and financial leverage such as investment, profitability, asset structure, and firm size. Sample employed in this research was some manufacturing firms listed in Stock Exchange of Indonesia (SEI) in period of 2002 to 2006. It was 320 observations. Regression analysis of two-stage-least-square on the two simultaneous equations was used to test hypotheses in this research. The results of examination showed that pecking order theory could explain interdependence relationship between dividend and financial leverage. Researcher found that there was positive relationship between dividend and financial leverage. Investment has a significant positive effect on financial leverage, but investment has not an effect on dividend. Managerial ownership has a significant negative effect on dividend and financial leverage. Also, this result shows that operat-

ing leverage has a significant negative effect on financial leverage, but operating leverage has not an affect on dividend. Fundamental factors of the firm served as control variables are profitability, asset structure and firm size. The result suggests that asset structure has an effect on dividend, and firm size variables that has a significant positive effect on dividend and financial leverage.

Keywords: pecking order theory, dividend, financial leverage, investment, managerial ownershi and operating leverage.

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Bringham, 1996). Akan tetapi, di dalam perusahaan terdapat beberapa pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda atas nilai perusahaan. Pihak-pihak tersebut yaitu pemegang saham, pemberi utang, dan manajer (*insider ownership*). Pihak manajemen perusahaan sering mempunyai tujuan yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Hal ini dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976), perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan rentan terhadap konflik

keagenan. Penyebab konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan keputusan investasi yang dipilih untuk dana yang telah diperoleh tersebut.

Pembuatan keputusan yang berkaitan dengan penentuan sumber dana harus tepat, apakah akan menggunakan sumber dana internal (laba ditahan) atau eksternal (utang dan ekuitas) atau keduanya. Selain itu, pembuatan keputusan harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkannya, karena setiap sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik *financial* yang berbeda. Bauran penggunaan dana yang berasal dari ekuitas dan utang disebut dengan struktur modal perusahaan. Konsekuensi yang harus ditanggung perusahaan jika menggunakan sumber dana berupa utang adalah perusahaan harus mentaati perjanjian utang. Jika perusahaan menggunakan sumber dana dari saham, perusahaan harus memberikan imbalan kepada investor berupa dividen.

Riyanto (1997: 265-266) dan Dermawan (1997) menyatakan bahwa perusahaan dalam membuat keputusan pembagian dividen harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Laba sebaiknya tidak dibagikan sebagai dividen seluruhnya dan sebagian harus disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Kebijakan dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan *retained earnings* menjadi rendah. Investor beranggapan bahwa dividen yang diterima saat ini lebih berharga dibandingkan *capital gain* yang diperoleh dikemudian hari (Blume, 1980, dalam Yustiningsih, 2002).

Kebijakan dividen suatu perusahaan akan mengakibatkan pihak-pihak yang berkepentingan saling bertentangan (*agency problem*), yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya, kepentingan perusahaan dengan *retained earnings*, di samping itu juga kepentingan *bondholder* yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibayarkan. Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius oleh manajemen perusahaan.

Agency problem akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Ada beberapa alternatif untuk

mengurangi *agency cost* yaitu, pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, kedua dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, ketiga dengan meningkatkan pendanaan dengan utang, dan yang keempat dengan cara mengaktifkan *monitoring* melalui investor-investor institusional. Kebijakan pemilikan saham oleh pihak manajemen, utang, dan dividen mungkin saja dihubungkan secara langsung dengan teori keagenan dan teori *signaling*. Tiga kelompok *stakeholders* yang sangat relevan adalah manajer perusahaan, pemegang saham eksternal dan kreditor. Jensen dan Meckling (1976) melakukan analisis pengaruh konflik keagenan antara tiga kelompok. Hasilnya mendukung bahwa proporsi modal yang dikontrol oleh pihak *insider* perusahaan akan mempengaruhi kebijakan perusahaan. Leland dan Pyle dalam Mahadwarta (2002) menyajikan hipotesis bahwa kebijakan pemilikan saham oleh pihak manajemen dan kebijakan keuangan membantu menyelesaikan masalah asimetri informasi yang terjadi antara manajer dan investor eksternal.

Pembayaran dividen dapat digunakan sebagai mekanisme *monitoring* dan *bonding* bagi manajemen (Copeland dan Weston, 1992: 568). Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) membuktikan bahwa perusahaan yang membagikan dividen lebih tinggi cenderung lebih dapat mengurangi konflik keagenan mereka daripada perusahaan yang pembayaran dividennya lebih rendah. Biaya keagenan dari modal juga dapat dikurangi dengan menggunakan partisipasi pihak ketiga dalam memantau manajemen. Easterbrook (1984) berargumen bahwa pemegang saham akan melakukan *monitoring* terhadap manajemen tetapi apabila biaya *monitoring* terlalu tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (pemberi pinjaman) untuk membantu mereka melakukan *monitoring*.

Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya keagenan. Kepemilikan institusional yaitu kepemilikan saham oleh perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain yang mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa dividen mempengaruhi *leverage* secara signifikan dan positif. Baskin (1989), Allen (1993) dan Tong dan Green (2004) dalam Siregar (2005)

menemukan bahwa dividen berpengaruh secara positif terhadap *leverage* keuangan. Pengaruh positif ini terjadi karena pembayaran dividen menyebabkan dana internal berkurang sehingga perusahaan memutuskan untuk mendapatkan dana tambahan untuk investasi yang berasal dari utang. Baskin (1989) dan Allen (1993) juga menemukan bahwa investasi berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan. Pengaruh positif ini terjadi karena keputusan melakukan investasi menyebabkan perusahaan dituntut memperoleh dana eksternal apabila dana internal tidak mencukupi.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan oleh banyak peneliti, misalnya, Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) dalam Wahidahwati (2002) menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan *debt ratio* perusahaan, sedangkan Frennd dan Hasbrouk dalam Mahadwartha (2002) menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang oleh manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Mahadwartha (2002) menemukan hubungan negatif antara kebijakan *leverage* dengan kepemilikan saham oleh manajer. Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) menemukan bahwa kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* tidak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Sedangkan menurut Mahadwartha (2002) kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial. Ketidak-konsistenan hasil penelitian di atas mendorong peneliti untuk melakukan penelitian mengenai hubungan interdependensi antara dividen dengan *leverage* keuangan serta faktor investasi, kepemilikan manajerial, dan *leverage* operasi yang diperkirakan dapat mempengaruhi kebijakan *leverage* dan kebijakan dividen.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

PECKING ORDER HYPOTHESIS (POH) pertama kali dikenalkan oleh Myer dan Majluf (1984). Berdasarkan POH, perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Kecukupan dana internal dapat dilihat dari besarnya laba, laba ditahan, atau arus kas. Apabila dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan lebih mengutamakan penggunaan utang daripada ekuitas. Ide dasar POH yaitu perusahaan membutuhkan dana eksternal hanya

apabila dana internal tidak cukup dan sumber dana eksternal yang lebih diutamakan adalah utang daripada emisi saham. Myer dan Majluf (1984) menyatakan bahwa asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan sehingga perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal.

Asimetri informasi, biaya pajak, dan biaya transaksi substitusi utang ke ekuitas dan ekuitas ke utang juga mempengaruhi perilaku manajer dalam menentukan struktur modal. Peningkatan saham baru menyebabkan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen menyebabkan peningkatan biaya pajak penghasilan pribadi. Dengan demikian, pengeluaran saham baru akan meningkatkan biaya pajak penghasilan pribadi dan biaya komisi bagi perusahaan. Ada empat alasan yang mendasari mengapa POH memprediksi bahwa perusahaan mengutamakan utang daripada ekuitas apabila pendanaan eksternal dibutuhkan. Pertama, pasar menderita kerugian karena adanya asimetri informasi antara manajer dengan pasar (Aerlof, 1970 dalam Siregar 2005). Dengan adanya asimetri informasi, emisi saham baru diinterpretasikan oleh pasar sebagai berita buruk karena manajer hanya tertarik melakukan emisi saham baru jika saham perusahaan *overpriced* (Myers dan Majluf, 1984).

Berbagai bukti empiris sudah menunjukkan bahwa pengumuman emisi saham baru menyebabkan harga saham turun secara tajam (Asquith dan Mullins, 1986; Masulis dan Korwar, 1986; Mikkelson dan Parth, 1986 dalam Siregar 2005). Kedua, emisi utang dan emisi saham sama-sama membutuhkan biaya transaksi bagi perusahaan. Akan tetapi, Baskin (1989) menemukan bahwa biaya transaksi emisi utang lebih rendah daripada biaya transaksi emisi saham. Karena itulah perusahaan lebih tertarik memperoleh dana eksternal dari utang daripada ekuitas. Ketiga, menurut Babu dan Jain (1998) dalam Siregar (2005) perusahaan mendapatkan manfaat pajak dengan mengeluarkan utang. Manfaat ini diperoleh oleh perusahaan karena biaya bunga utang dapat dibebankan sebagai biaya dalam perhitungan pajak sehingga pajak yang harus dibayar berkurang. Selain itu, kontrol manajemen akan lebih besar terhadap perusahaan jika perusahaan mengeluarkan utang baru daripada perusahaan mengeluarkan saham baru.

Struktur modal merupakan kombinasi utang dan modal sendiri yang dilakukan oleh perusahaan. Riyanto (1995) menyatakan bahwa struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena struktur modal akan berpengaruh langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Penentuan komposisi struktur modal suatu perusahaan berkaitan dengan keputusan pendanaan yang dilakukannya. Dasar keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana dan penggunaan dana yang diperoleh. Pemilihan sumber dana bisa berasal dari pihak eksternal maupun internal. Sedangkan penggunaan dana bisa untuk investasi, pembelian aktiva untuk mendukung aktivitas operasi perusahaan dan lainnya.

Leverage keuangan berkaitan dengan sumber dana yang berasal dari utang, yang akan mengakibatkan biaya tetap tertentu dengan harapan akan meningkatkan keuntungan pemilik modal. Meskipun menimbulkan biaya tetap, perusahaan lebih memilih utang untuk dijadikan sumber pendanaan perusahaan karena biaya transaksi penerbitan utang lebih rendah daripada biaya transaksi penerbitan saham. Hal ini didukung oleh Siregar (2005). Perusahaan yang mempunyai *leverage* keuangan tinggi kemungkinan adalah perusahaan yang proporsi utangnya juga semakin besar. Manajer harus mempertimbangkan risiko yang akan dihadapi, karena semakin besar penggunaan utang, maka beban tetap perusahaan juga semakin besar. Akan tetapi utang tetap dipilih sebagai alternatif pendanaan karena dengan utang perusahaan memperoleh manfaat pajak (beban bunga dapat mengurangi pajak), selain itu penggunaan utang dapat meningkatkan dividen yang dibayarkan pada investor, sehingga hal ini direspon positif oleh investor dan memungkinkan peningkatan harga saham. Terdapat kemungkinan *leverage* keuangan berkorelasi positif terhadap dividen. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Siregar (2005).

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan mengenai seberapa besar laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham atau menjadikan laba tersebut sebagai laba ditahan (Levy dan Sarnat, dalam Damayanti, 2006). Jika dividen yang dibayarkan secara tunai semakin tinggi, maka dana yang tersedia untuk investasi semakin rendah. Kebijakan dividen yang optimal berarti rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk

menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain* (Husnan, 1997). Perusahaan dengan proporsi utang yang tinggi, lebih memilih untuk menurunkan dividen atau tidak membagikan dividen, karena kemungkinan risiko terjadinya *financial distress* semakin besar. Hal ini meyakinkan peneliti bahwa terdapat hubungan antara dividen dengan *leverage*.

Leverage operasi dapat didefinisikan sebagai timbulnya biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap. *Leverage* operasi terjadi pada saat perusahaan menggunakan aktiva tetap dalam operasinya (Weston dan Brigham, 1991). Untuk mengukur kepekaan *leverage* operasi digunakan *degree of operating leverage* (DOL). DOL adalah fungsi dari struktur biaya perusahaan dan biasanya didefinisikan dalam istilah hubungan antara biaya tetap dengan total biaya (Damodaran, 2001). Melalui DOL, manajemen dapat mengetahui berapa besar perubahan EBIT yang disebabkan oleh perubahan penjualan.

Kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*) merupakan kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh penyejajaran (*alignment effect*) kepentingan antara pegang saham dan manajer (Jensen dan Mackling, 1976). Jensen dan Mackling (1976) menyatakan bahwa seorang manajer yang memiliki bagian dari saham perusahaan yang beredar, menanggung bagian dari kos atas perilakunya. Pemborosan sumber daya perusahaan (investasi yang tidak menguntungkan) adalah contoh penting dari perilaku tersebut. Ketika proporsi kepemilikan manajerial meningkat, maka manajer memiliki dorongan untuk menghindari pemborosan tersebut.

Easterbrook (1984) menyatakan bahwa dividen akan mempengaruhi utang dengan hubungan yang positif dalam penelitian tersebut juga menjelaskan bahwa dividen dapat digunakan oleh pemegang saham untuk memaksa perusahaan mencari tambahan dana ke luar perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen dapat mengganggu pertumbuhan perusahaan karena sebagian besar aliran dana kas internal yang ada digunakan untuk membayar dividen. Agar perusahaan dapat merealisasikan rencana investasinya, maka manajemen harus mencari tambahan dana ke luar terutama dengan utang kepada para kreditor.

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar akan memerlukan tambahan dana untuk membiayai investasinya melalui *leverage*. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan kepada manajemen perusahaan. Akan tetapi, apabila biaya pengawasan tersebut dirasa terlalu tinggi, pemegang saham akan meminta bantuan pihak ketiga dalam melakukan upaya pengawasan tersebut. Bantuan pihak ketiga tersebut dapat diperoleh melalui kebijakan *leverage* yang menyertakan *debt covenant*. Kegiatan pengawasan yang dilakukan pemegang saham kepada manajemen perusahaan dengan menggunakan bantuan kreditor akan lebih murah daripada pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham itu sendiri. Salah satu cara yang dilakukan pemegang saham untuk memaksa manajemen mencari tambahan dana dari pihak luar adalah dengan meminta pembayaran dividen yang lebih tinggi. Pembayaran dividen yang lebih tinggi inilah yang dapat memaksa manajemen perusahaan mencari tambahan dana ke pihak luar agar dapat merealisasikan rencana investasinya. Oleh karena itu, Easterbrook (1984) menduga bahwa kenaikan dividen akan diikuti oleh kenaikan utang perusahaan, sehingga dapat diduga bahwa dividen akan mempengaruhi utang dengan hubungan positif. Kreditor sebagai penyandang dana sangat berkepentingan atas keamanan dana yang ditanamkan, sehingga mereka akan melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Adanya pengawasan yang dilakukan kreditor ini akhirnya dapat meminimumkan biaya keagenan bagi pemegang saham.

Salah satu cara untuk mengontrol biaya keagenan yaitu perusahaan mengeluarkan utang. Kebijakan *leverage* sebagai mekanisme *bonding* agar manajer menyampaikan tujuan baiknya pada pemegang saham *outsider*. Megginson (1997:335) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa sebagai mekanisme *bonding*, kebijakan utang akan menurunkan biaya keagenan dari modal tetapi akan meningkatkan biaya keagenan utang. Chen dan Steiner (1999) dalam Nasir (2006) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan utang memiliki hubungan negatif. Hal ini dikarenakan adanya faktor substitusi antara keduanya. Pada saat kepemilikan manajerial meningkat, manajer akan menurunkan nilai utang untuk menurunkan risiko dan biaya keagenan.

Friend dan Lang (1988), Cruthley dan Hansen (1989). Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Mahadwartha (2002) menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan *leverage*. Perusahaan dengan program kepemilikan manajerial biasanya memiliki tingkat utang yang lebih rendah untuk mengurangi biaya keagenan utang dan secara tidak langsung juga akan mengurangi biaya keagenan ekuitas. Hasil ini juga didukung oleh Mahadwartha (2002a), dan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002).

Siregar (2005) mengatakan bahwa perusahaan yang tidak memiliki dana internal yang memadai tetapi bermaksud mempertahankan dividen dan menjalankan investasi akan mengeluarkan utang untuk membayar dividen dan melakukan investasi. Alasan perusahaan yang akan melakukan pembiayaan lebih memilih menggunakan sumber dana utang karena perusahaan dapat memperoleh manfaat pajak karena utang menimbulkan beban bunga yang dapat mengurangi pajak dan perusahaan dapat tetap mempertahankan atau bahkan meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan pada investor, sehingga akan menimbulkan respon positif dan memungkinkan peningkatan harga saham perusahaan. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menerbitkan saham baru, perusahaan selain tidak akan mendapatkan manfaat pajak, perusahaan juga akan mendapatkan respon negatif dari para investor sehingga akan menyebabkan nilai perusahaan turun. Semakin besar *leverage* keuangan perusahaan maka dividen yang dibagikan perusahaan jumlahnya akan tetap atau bahkan relatif lebih besar daripada perusahaan yang memiliki *leverage* keuangan yang lebih kecil.

Melalui penjelasan *balancing model of agency cost*, Megginson (1997) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya digunakan untuk pembayaran dividen digunakan untuk membiayai investasi. Hal ini juga didukung oleh Gaver dan Gaver dalam Mahadwartha (2002) dan Jensen *et al.* (1992) yang memperoleh hubungan negatif antara *leverage* keuangan dengan

dividen. Berdasarkan hasil penelitian yang berbeda tersebut penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Leverage* keuangan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Fama dan French (2000) dalam Damayanti (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang profitabel dan yang mempunyai keperluan investasi lebih sedikit akan memiliki *dividend payout* yang lebih tinggi sebaliknya mereka juga menyatakan bahwa dengan memiliki *market leverage* yang lebih sedikit dengan *long term dividend payout* yang lebih rendah, meskipun dividen tidak bervariasi untuk mengakomodasikan variasi investasi jangka pendek. Variasi investasi dan *earnings* jangka pendek sebagian besar diserap oleh utang. Hal ini konsisten dengan prediksi *pecking order theory*.

Perusahaan dengan perkembangan cepat membutuhkan lebih banyak dana untuk melaksanakan investasi. Kebutuhan dana pertama kali dipenuhi dari *internal equity*, karena banyak dana yang dialokasikan untuk investasi maka hal ini menyebabkan laba untuk membayar dividen menjadi berkurang. Hal ini juga didukung oleh Barclay (1995). Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dirumuskan hipotesis:

H2: Investasi memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout*.

Berdasarkan struktur kepemilikan, beberapa investor memiliki hak atau wewenang untuk memantau dan mengawasi manajer perusahaan. Kondisi ini membuat masalah keagenan menjadi lebih penting. Biaya keagenan berasumsi bahwa pembayaran dividen muncul sebagai penyelesaian masalah keagenan yang timbul ketika terjadi pemisahan kepemilikan dan pengawasan perusahaan. Kebijakan dividen sebagai mekanisme *bonding*, akan menurunkan biaya keagenan modal karena hal ini akan mengurangi kesempatan manajer untuk menggunakan *cash flow* perusahaan untuk aktivitas yang menguntungkan diri manajer (Megginson, 1997: 377 dalam Mahadwartha, 2002).

Mahadwartha (2002) menemukan hubungan negatif antara kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial cenderung memberikan dividen yang lebih rendah karena tujuan kepemilikan manajerial sama dengan kebijakan dividen yaitu mengurangi biaya keagenan ekuitas. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dirumuskan hipotesis:

H3: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif

terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi akan cenderung lebih berhati-hati dalam menggunakan utang untuk pendanaan, karena utang akan menambah beban tetap bagi perusahaan berupa biaya bunga dan pokok angsuran, sehingga hal ini dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress* yaitu perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya. Perusahaan yang memiliki *leverage* operasi yang tinggi, sebaiknya membagikan dividen dalam jumlah yang kecil dan lebih berhati-hati dalam menggunakan utang. Hal ini konsisten dengan teori *pecking order*, maka *leverage* operasi berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan dan dividen. Berdasarkan pembahasan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: *Leverage* operasi berpengaruh negatif terhadap dividen.

Megginson (1997) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* dapat digunakan untuk memprediksi hubungan interdependensi antara kebijakan utang dan kebijakan dividen perusahaan. Dividen mempengaruhi utang dengan hubungan positif. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui utang untuk membayar dividen dan membiayai investasinya. Berdasarkan pembahasan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5: Dividen memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan *leverage* keuangan.

Fama, *et al.* (2000) dalam Yustiningsih (2002) menyatakan bahwa keseimbangan biaya pendanaan mendorong perusahaan yang mempunyai investasi besar cenderung mempunyai *leverage* yang tinggi. Semakin besar kesempatan investasi, maka semakin besar perusahaan menggunakan dana yang dimilikinya untuk investasi. Sesuai dengan prediksi POH, dana eksternal yang diutamakan oleh perusahaan adalah utang. Berdasarkan pembahasan tersebut, hipotesis yang dikembangkan adalah:

H6: Investasi berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara persentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian, peningkatan kepemilikan manajemen dapat

mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan sehingga pada risiko tinggi dividen tidak perlu dibayarkan. Berdasarkan pembahasan tersebut, hipotesis yang dikembangkan adalah:

H7: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan *leverage* keuangan.

Hubungan *leverage* operasi perusahaan dengan *leverage* keuangan diprediksikan akan berkorelasi negatif. *Leverage* operasi dapat didefinisikan sebagai timbulnya biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap. Perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi akan cenderung berhati-hati dalam menggunakan utang untuk pendanaan, karena utang akan menambah beban tetap bagi perusahaan berupa beban bunga pinjaman. Hal ini sesuai dengan penelitian Ferri dan Jones (1979) yang menguji hubungan antara *leverage* keuangan dan *leverage* operasi. *Leverage* operasi diukur dengan persentase perubahan EBIT dibagi dengan persentase perubahan penjualan. Mereka menyatakan adanya hubungan negatif antara struktur modal perusahaan dengan *leverage* operasi, dan menolak *null hypothesis* bahwa tidak ada hubungan antara *leverage* operasi dengan *leverage* keuangan. Pada tingkat *leverage* operasi tinggi perusahaan cenderung mengurangi penggunaan utang karena utang dapat menambah beban tetap perusahaan. Lebih lanjut, semakin tinggi tingkat *leverage* operasi, maka semakin peka pula perubahan penjualan sehingga tingkat risiko juga semakin tinggi.

Perusahaan yang *leverage* operasinya tinggi mempunyai risiko yang tinggi pula, dan konsekuensinya perusahaan akan cenderung menggunakan utang yang kecil agar beban tetap perusahaan tidak bertambah besar dan menghindari kemungkinan terjadinya *financial distress* (Husnan, 1997). Oleh karena itu, *leverage* operasi berkorelasi negatif terhadap *leverage* keuangan. Berdasarkan pembahasan tersebut, hipotesis yang dikembangkan adalah:

H8: *Leverage* operasi berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan tahun

2002–2006. Batasan pengamatan periode tersebut didasarkan atas pertimbangan bahwa dalam periode ini keadaan tingkat inflasi di Indonesia menunjukkan angka yang tidak terlalu berbeda dan kondisi perekonomian Indonesia relatif stabil dan membaik. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan tersebut diharapkan memiliki kondisi keuangan yang lebih baik. Teknik pengambilan sampel yang dilakukan adalah *non probability sampling* dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria tertentu sebagai berikut: perusahaan go publik yang termasuk ke dalam kategori industri manufaktur, perusahaan menerbitkan laporan keuangan setiap tahun berturut-turut selama periode tahun 2002-2006 dengan tahun buku yang berakhir pada 31 Desember. Hal ini untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam perhitungan. Perusahaan memiliki data lengkap mengenai pembayaran dividen, investasi, *leverage keuangan*, dan perusahaan yang membagikan dividen dan menggunakan utang dalam komposisi pendanaannya pada periode tahun 2002-2006. Industri manufaktur dipilih karena industri manufaktur merupakan sektor industri yang memiliki jumlah perusahaan paling banyak dibandingkan dengan sektor industri lain.

Terdapat dua persamaan dalam penelitian ini, yaitu persamaan dividen dan persamaan *leverage* keuangan. Pada persamaan dividen, variabel dependen adalah dividen. Sedangkan variabel independen dalam persamaan dividen adalah *leverage* keuangan ($EBIT/Net\ income$), Investasi Perusahaan ($total\ aset\ tahun\ t-total\ aset\ tahun\ t-i/total\ aset\ t-1$), kepemilikan manajerial (persentase pemilikan manajerial dalam perusahaan), *leverage* operasi (persentase perubahan EBIT/persentase perubahan penjualan). Dalam persamaan ini terdapat dua variabel kontrol yaitu struktur aktiva ($aktiva\ tetap/total\ aktiva$) dan ukuran perusahaan ($log\ total\ aset$).

Pada persamaan *leverage* keuangan, variabel dependen adalah *leverage* keuangan. Sedangkan variabel independen dalam persamaan *leverage* keuangan adalah dividen ($dividend\ per\ share/earnings\ per\ share$), Investasi Perusahaan ($total\ aset\ tahun\ t-total\ aset\ tahun\ t-i/total\ aset\ t-1$), kepemilikan manajerial (persentase pemilikan manajerial dalam perusahaan), *leverage* operasi (persentase perubahan EBIT/persentase perubahan penjualan). Dalam persamaan ini terdapat dua variabel kontrol yaitu

profitabilitas (*earnings after tax/total aset*) dan ukuran perusahaan (log total aset).

Ada dua persamaan regresi yang diestimasi dalam penelitian ini, yaitu persamaan dividen dan persamaan *leverage* keuangan. Kedua model tersebut disajikan sebagai model empiris pengujian hipotesis sebagai berikut:

Persamaan Dividen:

$$DI = \alpha_0 + \alpha_1 LK + \alpha_2 IN + \alpha_3 KM + \alpha_4 LO + \alpha_5 UP + \alpha_6 SA$$

Persamaan *Leverage* Keuangan:

$$LK = \beta_0 + \beta_1 DI + \beta_2 IN + \beta_3 KM + \beta_4 LO + \beta_5 UP + \beta_6 PR$$

Keterangan:

- DI* : Dividend payout ratio
- LK* : *Leverage* keuangan
- IN* : *Investasi*
- KM* : Kepemilikan manajemen
- LO* : *Leverage operasi*
- SA* : Struktur aktiva
- UP* : Ukuran perusahaan
- PR* : Profitabilitas

Pada persamaan dividen terdapat pengujian untuk empat hipotesis pertama, yaitu: H_1 , H_2 , H_3 , dan H_4 . Hipotesis 1 diterima apabila koefisien regresi *LK* bertanda positif/negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 1 ditolak. Hipotesis 2 diterima apabila koefisien regresi *IN* bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi *IN* bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 2 ditolak. Hipotesis 3 diterima apabila koefisien regresi *KM* bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi *KM* bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 3 ditolak. Hipotesis 4 diterima apabila koefisien regresi

LO bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi *LO* bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 4 ditolak.

Pada persamaan *leverage* keuangan terdapat pengujian untuk empat hipotesis lain, yaitu: H_5 , H_6 , H_7 , dan H_8 . Hipotesis 5 diterima apabila koefisien regresi *DI* bertanda positif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi *DI* bertanda negatif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 5 ditolak. Hipotesis 6 diterima apabila koefisien regresi *IN* bertanda positif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi *IN* bertanda negatif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 6 ditolak. Hipotesis 7 diterima apabila koefisien regresi *KM* bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi *KM* bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 7 ditolak. Hipotesis 8 diterima apabila koefisien regresi *LO* bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi *LO* bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 8 ditolak.

Uji statistik *t* dilakukan untuk melihat signifikansi dari pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependen, dengan asumsi variabel independen lain bersifat konstan. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai probabilitas (*p value*) hasil regresi pada tingkat signifikansi (α) tertentu. Jika *p value* lebih besar dari α maka H_0 diterima. H_0 diterima berarti variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen dan jika H_0 ditolak hal ini berarti variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Uji statistik *F* dilakukan untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Pengujian ini dilakukan dengan melihat probabilitas (*p value*) dari hasil regresi pada tingkat signifikansi (α) tertentu. Jika *p value* lebih besar dari α maka H_0 diterima. H_0 diterima

berarti variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen dan jika H_0 ditolak berarti variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

HASIL PENELITIAN

Pada Tabel 1 disajikan statistik deskriptif setiap variabel khususnya rata-rata, standar deviasi, dan jumlah pengamatan.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

| Variabel | Mean | Std. Deviation | N |
|----------|----------|----------------|-----|
| DI | 18,41563 | 20,26004 | 320 |
| LK | 1,455931 | 0,576872 | 320 |
| IN | 0,097487 | 0,232748 | 320 |
| KM | 1,809969 | 5,347913 | 320 |
| LO | 0,127513 | 1,924041 | 320 |
| UP | 11,90523 | 0,662147 | 320 |
| PR | 6,744625 | 7,635742 | 320 |
| SA | 0,352856 | 0,176293 | 320 |

Pengujian hipotesis ini dengan melakukan uji *Two-stage Least Square* dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Untuk uji *Two-stage Least Square* Persamaan Dividen. Pada persamaan dividen, terdapat dua variabel endogen yaitu dividen (DI) dan *leverage* keuangan (LK), juga terdapat lima variabel eksogen yaitu investasi (IN), *leverage* operasi (LO), kepemilikan manajerial (KM), struktur aktiva (SA), dan ukuran perusahaan (UP). Terdapat dua variabel yang dijadikan sebagai variabel kontrol yaitu SA, dan UP. Persamaan dividen disajikan sebagai berikut:

Berdasarkan pengujian analisis dengan *Two-stage Least Square*, hasil pengujian untuk persamaan dividen disajikan dalam Tabel 2. Berdasarkan Tabel 2 menunjukkan bahwa angka *adjusted R²* adalah 0,041630. Hal ini menunjukkan bahwa 4,16% variabel dividen (DI) dapat dijelaskan oleh variasi dari keenam variabel yaitu LK, IN, KM, LO, UP, dan SA, sedangkan sisanya 95,84% dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Berdasarkan uji F diperoleh nilai *F-Statistic* sebesar 0,94 dengan probabilitas lebih kecil dari 0,05, sehingga model regresi dapat digunakan untuk memprediksi dividen (DI). Berdasarkan pada tabel 4.8 secara ringkas persamaan DI dapat diformulasikan sebagai berikut:

Tabel 2
Uji 2SLS
Persamaan Dividen (DI)

Dependent Variable: DI
 Method: Two-Stage Least Squares
 Date: 11/23/08 Time: 19:26
 Sample(adjusted): 1 320
 Included observations: 320 after adjusting endpoints
 Instrument list: C IN KM LO SA PR UP

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---------------------------|-------------|---------------------------|-------------|--------|
| C | 74.96912 | 141.3237 | 0.530478 | 0.5962 |
| LK | 245.4603 | 86.12719 | 2.849975 | 0.0047 |
| IN | -69.54575 | 58.81180 | -1.182514 | 0.2379 |
| KM | -2.123217 | 1.001038 | -2.121016 | 0.0347 |
| LO | 9.113886 | 7.042996 | 1.294035 | 0.1966 |
| UP | 38.38125 | 14.93419 | -2.570026 | 0.0106 |
| SA | 148.7047 | 62.86778 | 2.365356 | 0.0186 |
| <i>R-squared</i> | 0.060847 | <i>Mean dependent var</i> | 18.41563 | |
| <i>Adjusted R-squared</i> | 0.041630 | <i>S.D. dependent var</i> | 20.26004 | |
| <i>S.E. of regression</i> | 135.4572 | <i>Sum squared resid</i> | 5743126. | |
| <i>F-statistic</i> | 0.944092 | <i>Durbin-Watson stat</i> | 1.923661 | |
| <i>Prob(F-statistic)</i> | 0.043557 | | | |

Pada persamaan ini dilakukan pengujian terhadap empat hipotesis pertama, yaitu: H_1 , H_2 , H_3 , dan H_4 . H_1 diterima jika koefisien regresi LK bertanda positif/negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan tabel 4.8 variabel LK memiliki koefisien regresi 245,46 (positif) dan p value 0,47%. Hal ini berarti bahwa H_1 didukung. H_2 diterima jika koefisien regresi IN bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika koefisien regresi bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 2 variabel IN memiliki koefisien regresi 69,55 (negatif) dan p value 23,79%. Hal ini berarti bahwa H_2 ditolak karena tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. H_3 diterima jika koefisien regresi KM bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika koefisien regresi bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 2 variabel KM memiliki koefisien regresi 2,12 (negatif) dan p value 3,47%. Hal ini berarti bahwa H_3 didukung. H_4 diterima jika koefisien regresi LO bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika

koefisien regresi bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 2 variabel LO memiliki koefisien regresi 9,11 (positif) dan p value 19,66%. Hal ini berarti bahwa H_4 ditolak.

Pada persamaan DI dikontrol oleh 2 variabel yaitu struktur aktiva dan ukuran perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa struktur aktiva dan ukuran perusahaan memiliki koefisien regresi positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula dividen yang dibagikan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Damayanti (2006) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan kebijakan dividen.

Berdasarkan uji *Two-stage Least Square* pada persamaan *Leverage* Keuangan, terdapat dua variabel endogen yaitu DI dan LK, juga terdapat lima variabel eksogen yaitu IN, LO, KM, UK, dan profitabilitas (PR). Terdapat dua variabel yang dijadikan sebagai variabel kontrol yaitu UK dan PR. Persamaan *leverage* keuangan disajikan sebagai berikut:

Berdasarkan pengujian analisis dengan *Two-stage Least Square*, hasil pengujian untuk persamaan dividen disajikan dalam Tabel 3.

Tabel 3
Uji 2SLS
Persamaan *Leverage* Keuangan

Dependent Variable: LK
Method: Two-Stage Least Squares
Date: 11/23/08 Time: 19:10
Sample(adjusted): 1 320
Included observations: 320 after adjusting endpoints
Instrument list: C IN KM LO SA PR UK

| <i>Variable</i> | <i>Coefficient</i> | <i>Std. Error</i> | <i>t-Statistic</i> | <i>Prob.</i> |
|---------------------------|--------------------|---------------------------|--------------------|--------------|
| C | -0.164511 | 0.589089 | -0.279264 | 0.7802 |
| DI | 0.003231 | 0.001677 | 1.926958 | 0.0449 |
| IN | 0.359449 | 0.135760 | 2.647687 | 0.0085 |
| KM | -0.005101 | 0.006137 | 0.831228 | 0.0465 |
| LO | -0.036535 | 0.016474 | -2.217718 | 0.0273 |
| UP | 0.128832 | 0.049293 | 2.613629 | 0.0094 |
| PR | 0.001847 | 0.004536 | -0.407251 | 0.6841 |
| <i>R-squared</i> | 0.071878 | <i>Mean dependent var</i> | 1.455931 | |
| <i>Adjusted R-squared</i> | 0.054086 | <i>S.D. dependent var</i> | 0.576872 | |
| <i>S.E. of regression</i> | 0.561055 | <i>Sum squared resid</i> | 98.52689 | |
| <i>F-statistic</i> | 0.440007 | <i>Durbin-Watson stat</i> | 1.952380 | |
| <i>Prob(F-statistic)</i> | 0.000647 | | | |

Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan bahwa angka *adjusted R²* adalah 0,054086. Hal ini menunjukkan bahwa 5,41% variabel *leverage* keuangan (LK) dapat dijelaskan oleh variasi dari keenam variabel yaitu DI, IN, KM, LO, UP, dan PR. Sedangkan sisanya 94,59% dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Berdasarkan uji F diperoleh nilai *F-Statistic* sebesar 0,44 dengan probabilitas 0,06%. Nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, sehingga model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *leverage* keuangan. Berdasarkan pada Tabel 3 secara ringkas persamaan LK dapat diformulasikan sebagai berikut:

Pada persamaan ini dilakukan pengujian terhadap empat hipotesis yaitu: H₅, H₆, H₇, dan H₈. H₅ diterima jika koefisien regresi DI bertanda positif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 3 variabel DI memiliki koefisien regresi 0,003 (positif) dan *p value* 4,49%. Hal ini berarti bahwa H₅ didukung. H₆ diterima jika koefisien regresi IN bertanda positif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 3 variabel IN memiliki koefisien regresi 0,36 (positif) dan *p value* 0,85%. Hal ini berarti bahwa H₆ diterima karena signifikan pada tingkat signifikansi 5%. H₇ diterima jika koefisien regresi KM bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 3 variabel KM memiliki koefisien regresi 0,005 (negatif) dan *p value* 4,65%. Hal ini berarti bahwa H₇ didukung. H₈ diterima jika koefisien regresi LO bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 3 variabel LO memiliki koefisien regresi 0,04 (negatif) dan *p value* 2,73%. Hal ini berarti bahwa H₈ diterima karena signifikan pada tingkat signifikansi 5%.

Pada persamaan LK dikontrol oleh 2 variabel yaitu profitabilitas dan ukuran perusahaan. Profitabilitas memiliki koefisien regresi positif tetapi tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh

terhadap *leverage* keuangan, sedangkan ukuran perusahaan memiliki koefisien regresi positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula *leverage* keuangan perusahaan. Hasil analisis ini konsisten dengan penemuan Siregar (2005) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *leverage* keuangan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian bertujuan untuk menguji hubungan interdependensi antara dividen dan *leverage* keuangan. Selain itu juga mengungkapkan faktor-faktor yang mempengaruhi pengambilan kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* keuangan yaitu investasi, kepemilikan manajerial, dan *leverage* operasi. Berdasarkan hasil penelitian dapat ditarik simpulan sebagai berikut 1) penelitian ini berhasil membuktikan secara empiris bahwa *pecking order theory* dapat menjelaskan hubungan interdependensi antara dividen dengan *leverage* keuangan. *Leverage* keuangan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen, dan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage* keuangan, sehingga H₁ dan H₅ diterima. Dalam penelitian ini dihasilkan koefisien *leverage* keuangan positif. Hal ini sesuai dengan prediksi *pecking order hypothesis*; 2) investasi tidak mempengaruhi pembayaran dividen; 3) perusahaan manufaktur di Indonesia yang memiliki kepemilikan saham oleh manajer cenderung memberikan dividen yang lebih rendah, karena tujuan kepemilikan manajerial sama dengan kebijakan dividen yaitu untuk mengurangi biaya keagenan ekuitas; 4) perusahaan manufaktur di Indonesia meskipun memiliki *leverage* operasi yang tinggi, tetap membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Hal ini mungkin saja dilakukan oleh perusahaan untuk menarik minat investor; 5) investasi berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan pada perusahaan manufaktur di Indonesia dan hal ini sesuai dengan prediksi *pecking order hypothesis*; 6) perusahaan manufaktur di Indonesia yang memiliki kepemilikan saham oleh manajer cenderung memiliki *leverage* keuangan yang lebih rendah, karena kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan manajemen

dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan; 7) perusahaan manufaktur di Indonesia komposisi *leverage* operasi berpengaruh pada *leverage* keuangan. Hal ini menunjukkan pada tingkat *leverage* operasi tinggi perusahaan cenderung mengurangi penggunaan utang karena utang dapat menambah beban tetap perusahaan, dan konsekuensinya perusahaan akan cenderung menggunakan utang yang kecil agar beban tetap perusahaan tidak bertambah besar dan menghindari kemungkinan terjadinya *financial distress*; 8) pada persamaan DI dikontrol oleh 2 variabel yaitu struktur aktiva dan ukuran perusahaan. Struktur aktiva dan ukuran perusahaan memiliki koefisien yang positif dan *p value* menunjukkan angka yang signifikan. Hasil penelitian ini menggambarkan bahwa struktur aktiva dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula jumlah dividen yang dibagikan; 9) pada persamaan LK dikontrol oleh 2 variabel yaitu profitabilitas dan ukuran perusahaan. Profitabilitas memiliki koefisien yang positif, tetapi *p value* menunjukkan angka yang tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *leverage* keuangan perusahaan. Ukuran perusahaan memiliki koefisien yang positif dan *p value* menunjukkan angka yang signifikan. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula tingkat *leverage* keuangan yang dimiliki oleh perusahaan.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh, peneliti selanjutnya yang memilih topik yang sama sebaiknya menambahkan variabel-variabel lain dalam penelitian, karena masih banyak faktor-faktor lain yang mempengaruhi dividen dan *leverage* keuangan, serta mencoba proksi-proksi lain sehingga diharapkan akan lebih baik dan lebih relevan dalam mengukur variabel. Sampel dalam penelitian ini hanya memilih perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama 5 tahun berturut-turut yakni tahun 2002-2006 yang menyebabkan hasil penelitian kurang memberikan manfaat secara maksimal. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya perlu menambah jumlah kategori

perusahaan yang dijadikan sampel penelitian dan juga perlu menambah periode waktu data yang digunakan sehingga memberikan manfaat bagi investor dan pihak-pihak yang terkait lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Allen. 1993. "The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence". *Applied Financial Economics*. Vol. 3: 101-112.
- Baskin. 1989. "An Empirical Investigation of Pecking Order Hypothesis." *Financial Management*. Spring:26-35.
- Barclay, M.J., Smith, C.W., and Watt, R.S., 1995. The Determinant of Corporate Leverage and Dividend Policies, *The New Corporate Finance. Where Theory Meet Practice*, International Edition, Irwin McGraw-Hill: 214-299.
- Bringham Gapensi, 1996 "*Intermediate Financial management*, Fifth edition, the dryden press, New York.
- Damayanti. 2006. Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Payout Ratio. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 5. No. 1.
- Dermawan E.S., 1997. *Faktor-faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan-perusahaan yang Go Publik di BEJ tahun 1994*. Thesis S2. Msi. UGM.
- Edwin, H.D., Andreas, M., Manolis, D.T. 1996. "A Pedagogical Examination of the Relationship Between Operating and Financial Leverage and Systematic Risk". *Journal of Financial and Strategic Decision*. Vol. 9. No. 3.
- Easterbrook, F. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74: 650-659.

- Fuad. 2006. Simultanitas dan “Trade-off” Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi: Peran Corporate Ownership. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 9. No. 3.
- Husnan, S. 1997. Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek), edisi 4, BPFE-UGM. Yogyakarta.
- Husnan, S. 1997. Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang), edisi 4, BPFE-UGM. Yogyakarta.
- Jensen dan Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economic*, Oktober, 1976, V.3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, G.R., D.P Solberg dan T.S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*: 247-263.
- Mahadwarta. 2002. The Association of Managerial Ownership with Dividend Policy and Leverage Policy: A Logit Model. Proceeding Simposium *Surviving Strategies to Cope with the Future*, September 13th, Atmajawa Yogyakarta University, Yogyakarta: 367-377.
- Mahadwartha dan Hartono. 2002. Empirical Test of Balancing Model of Agency Cost, Contracting Model of Agency Theory, Collateral, and Growth Hypothesis in Indonesian Capital Market. *Simposium Nasional Akuntansi*, 6 September, Universitas Diponegoro, Semarang: 1-29.
- Moh’d M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey. 1998. “The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: Time series Cross-Sectional Analysis”, *Financial Review*, August, Vol. 33, 85-99.
- Myer dan Majluf. 1984. “Corporate Financing and Investment Decision when Firm have Information Investors do not Have”, *Journal of Finance Economics* 13, 187-221.
- Nasir dan Putri. 2006, Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam perspektif teori keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9*, 23-26 Agustus, Padang.
- Riyanto, Bambang. 1997. *Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Rozeff, M.S. 1982. Gwoth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5: 249-259.
- Siregar 2005. Hubungan antara deviden, leverage keuangan dan investasi. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol.16. No 3 (Desember): 219-230.
- Widarjono, A. 2007. *Ekonometrika: Teori dan aplikasi untuk ekonomi dan Bisnis*. EKONISIA. UII. Yogyakarta.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No. 1.
- Yustiningsih, 2002. Interdependensi Antara Kebijakan *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage*, dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta. *Journal Bisnis dan Ekonomi*. Vol 9 No. 2, 164-182.

HERDING PADA KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL

Anny Laila Safithri

Pengadilan Agama Bima
Jalan Garuda No. 1, Raba Bima, Nusa Tenggara Barat
Telepon +62 374 43209
E-mail: lyla_0401@yahoo.co.id

Baldric Siregar

STIE YKPN Yogyakarta
Jalan Seturan, Yogyakarta 55281
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155
E-mail: siregar@accountant.com

ABSTRACT

In our study, we test the existence herding behavior on capital structure decisions of firms listed in the Indonesia Stock Exchange. First, we examine the reputational herding hypothesis which explain how firms within an industry choose their level of debt and equity. We find support for this hypothesis and conclude that leader equity ratio influences those of followers. We next hypothesize that firms may make capital structure decisions based on their previous capital structure decisions. We also find evidence to support this informational herding.

Keywords: herding behavior, capital structure, reputational herding, informational herding

PENDAHULUAN

Para ekonom yang beraliran klasik berpandangan bahwa keputusan investasi yang diambil investor merupakan refleksi dari harapan manajer yang rasional. Mereka beranggapan bahwa keputusan investasi tersebut diambil berdasarkan informasi yang tersedia di pasar. Pandangan tersebut diwarnai lain oleh Keynes (1936) yang menyatakan bahwa keputusan investasi juga dipengaruhi oleh faktor psikologi. Menurutnya, manajer yang profesional juga akan melakukan tindakan *follow the herd*¹ karena mempertimbangkan penilaian orang lain dalam keputusan yang diambil. Pernyataan Keynes (1936) tersebut dapat menjawab beberapa pertanyaan yang menarik perhatian dalam aktivitas yang dilakukan oleh manajer perusahaan di

¹ Tindakan "*follow the herd*" maksudnya adalah tindakan investor yang mengikuti perilaku *herding* dalam mengambil keputusan investasi. *Herding* adalah perilaku ketika seseorang mengubah tindakannya agar sesuai dengan tindakan yang dilakukan oleh orang lain. Perilaku *herding* tersebut dilakukan oleh seseorang karena mereka mempertimbangkan penilaian pihak lain terhadap keputusan yang akan mereka ambil. Tindakan "*follow the herd*" juga dapat diartikan sebagai tindakan investor yang mengikuti investor yang lainnya dalam mengambil keputusan investasi.

pasar modal. Pertanyaan-pertanyaan tersebut antara lain: apakah manajer perusahaan mengambil keputusan pendanaan berdasarkan keputusan yang dilakukan perusahaan yang lainnya yang dianggap sebagai *leader* dalam industri yang sama atau apakah manajer perusahaan mengambil keputusan pendanaan berdasarkan tindakan atau keputusan yang telah diambil pada periode sebelumnya.

Beberapa teori keuangan mencoba menjelaskan tentang struktur modal seperti *pecking order hypothesis* dan *trade-off hypothesis*. Namun kenyataannya, sulit bagi perusahaan untuk menentukan suatu struktur modal yang terbaik dalam suatu komposisi pendanaan yang tepat. Banyak faktor yang harus dipertimbangkan oleh perusahaan dalam menentukan struktur modal yang optimal seperti stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan (Weston dan Brigham, 1993). Selain itu Weston dan Brigham (1993) juga menyatakan bahwa kebijakan struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian. Penambahan utang akan memperbesar risiko perusahaan tetapi tidak sekaligus memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian diharapkan akan menaikkan harga saham. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dengan tingkat pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham.

Herding merupakan perilaku manajer perusahaan yang terjadi pada saat manajer perusahaan tersebut mengubah prinsip dan tindakannya agar sesuai dengan prinsip dan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain (Trueman, 1994; Banerjee, 1992; Scharfstein dan Stein, 1990). Perilaku *herding* dapat terjadi pada saat suatu perusahaan atau sekelompok perusahaan dalam industri yang sama harus mengambil keputusan dengan berbagai jenis keterbatasan, misalnya keterbatasan informasi, waktu, dan kemampuan. Salah satu keputusan tersebut adalah keputusan pendanaan. Manajemen membandingkan struktur modal perusahaan mereka dengan struktur modal perusahaan pada industri yang sama. Perilaku

bahwa manajer perusahaan cenderung mengikuti struktur modal perusahaan perusahaan yang dianggap sebagai *leader* dalam industri yang sama dinamai *reputational herding*.

Perilaku *herding* juga dapat didefinisikan sebagai tindakan perusahaan yang mengambil keputusan berdasarkan keputusan yang telah diambil pada periode sebelumnya. Maksud pernyataan ini adalah bahwa perusahaan menentukan struktur modal untuk tahun yang berjalan dengan mengikuti keputusan tentang struktur modal pada tahun-tahun sebelumnya. Welch (2000) serta Brown *et al.* (2006) menyatakan manajer berperilaku seperti ini terjadi karena manajer tersebut menghadapi keterbatasan waktu, biaya, dan kemampuan. Perilaku bahwa manajer melakukan keputusan struktur modal berdasarkan keputusan struktur modal di masa lalu dinamai *informational herding*. Tulisan ini menjelaskan kemungkinan jawaban terhadap fenomena perilaku *herding*, baik *reputational herding* maupun *informational herding*, dalam pengambilan keputusan struktur modal untuk perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Hingga kini belum ada rumus matematik yang tepat untuk menentukan jumlah optimal dari utang dan ekuitas dalam struktur modal (Seitz, 1984). Sejak lama Modigliani dan Miller (1958) mencari perbedaan struktur modal yang dimiliki setiap perusahaan. Dengan asumsi bahwa belum ada pasar modal yang sempurna, tidak ada pajak yang harus ditanggung oleh perorangan atau perusahaan, serta pengambilan keputusan dalam hal pendanaan dan investasi yang dilakukan secara independen, mereka menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak berhubungan dengan struktur modal. Akan tetapi, penelitian empiris menunjukkan hasil bahwa ada beberapa hal yang mempengaruhi pasar modal sehingga terjadi ketidaksempurnaan yang pada akhirnya menyebabkan adanya perbedaan model struktur modal pada setiap perusahaan. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa faktor-faktor yang menyebabkan perbedaan pola struktur modal tersebut meliputi biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976), pajak (DeAngelo dan Masulis, 1980), variabilitas laba, (Bradley *et al.*, 1984),

biaya kebangkrutan (Haugen dan Senbet, 1978), *asset redeployment* (Williamsom, 1988), serta *underinvestment* (Myers dan Majluf, 1984). Beberapa penelitian lain menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan, kondisi pasar, inflasi, volatilitas pendapatan, dan profitabilitas juga mempengaruhi struktur modal (Myers, 1997; Jaffe, 1978; Boquist dan Moore, 1984; Davis, 1987; Titman dan Wessel, 1988; Homaifar *et al.*, 1994).

DeAngelo dan Masulis (1980) mengembangkan sebuah model untuk pilihan *leverage* perusahaan yang dihubungkan dengan pajak perusahaan. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan yang positif antara tarif pajak perusahaan dengan *leverage* keuangan. Penelitian tersebut sejalan dengan temuan Davis (1987) yang menguji struktur modal 115 perusahaan Canada untuk periode tahun 1963 sampai tahun 1982 dengan hasil terdapat hubungan yang positif antara tarif pajak perusahaan dengan *leverage* keuangan. Temuan lain yang sejenis dapat dilihat di Homaifar *et al.* (1994), DeAngelo dan Masulis (1980), serta Davis (1987). Namun hasil penelitian tersebut tidak konklusif karena penelitian lain menghasilkan bukti sebaliknya. Bukti empiris tidak mendukung pengaruh pajak terhadap *leverage* perusahaan (Bradley *et al.*, 1984; Boquist dan Moore, 1984; Titman dan Wessel, 1988; Homaifar *et al.*, 1994).

Selain pajak, faktor yang tidak konklusif mempengaruhi struktur modal meliputi tingkat inflasi dan volatilitas pendapatan. Tingkat inflasi berpengaruh positif dan signifikan dengan *leverage* keuangan. Hal ini menjelaskan bahwa selama periode inflasi, perusahaan banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya karena biaya riil utang turun (Jaffe, 1978). Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Homaifar *et al.* (1994) yang menunjukkan bahwa tingkat inflasi tidak berpengaruh terhadap *leverage* keuangan dan volatilitas pendapatan berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan (Homaifar *et al.*, 1994). Namun Titman dan Wessels (1988) gagal menemukan bukti tentang hubungan volatilitas pendapatan dengan struktur modal.

Temuan tentang ukuran perusahaan, pertumbuhan, dan kondisi pasar modal relatif konsisten dalam kaitannya dengan struktur modal. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*

keuangan. Perusahaan besar lebih mudah akses ke pendanaan (Ang *et al.*, 1982; Homaifar *et al.*, 1994). Pertumbuhan perusahaan dan kondisi pasar modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa *leverage* keuangan perusahaan dapat dijelaskan oleh kesempatan pertumbuhan perusahaan (Myers, 1997; Homaifar *et al.*, 1994). Homaifar *et al.* (1994) melakukan penelitian mengenai kondisi pasar modal dengan menggunakan proksi *return* saham. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa kondisi pasar modal juga berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan. Temuan Homaifar *et al.* (1994) ini mendukung harapan bahwa perusahaan cenderung mengganti ekuitas dengan utang jika *return* saham tinggi.

Mempertimbangkan belum adanya suatu teori keuangan yang secara tepat menentukan suatu struktur modal yang optimal serta ditambah lagi hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten dan kurang konklusif, dalam penelitian ini dicoba untuk menghubungkan perilaku *herding* dengan keputusan pendanaan. Perilaku sejenis dalam hubungannya dengan keputusan selain keputusan modal sudah dilakukan berbagai penelitian. Shefrin dan Statman (1984) meneliti pengaruh aspek perilaku terhadap pola pengambilan keputusan mengenai kebijakan dividen. Statman dan Caldwell (1987) meneliti pengaruh aspek perilaku terhadap pola pengambilan keputusan mengenai penganggaran modal. Selain itu, Shefrin dan Statman (1984) serta Statman dan Caldwell (1987) mencoba memperoleh penjelasan tentang fenomena perilaku investor di pasar modal.

Peneliti lain, Patel *et al.* (1991), melakukan studi terhadap perilaku individu dalam mengambil keputusan untuk membeli saham di pasar modal. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa para pelaku pasar modal bertindak secara berkelompok atau bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh orang lain. Perilaku ini mereka namai *herd migration*. Perilaku ini juga menyebabkan ketidakpastian tentang nilai optimal struktur modal suatu perusahaan. Namun temuan sejenis tidak didukung oleh Filbeck *et al.* (1996), yang melakukan replikasi terhadap penelitian yang dilakukan oleh Patel *et al.* (1991) dengan menggunakan hipotesis yang dikembangkan dalam literatur psikologi tentang konsep *following the leader* yang dikembangkan oleh Kahneman dan Tversky (1979)

serta Statman dan Caldwell (1987). Konsep *following the leader* menyatakan bahwa suatu perusahaan mengambil keputusan pendanaan berdasarkan keputusan pendanaan perusahaan yang tergolong sebagai *leader*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, Filbeck *et al.* (1996) berpendapat bahwa manajer benar-benar bertindak rasional dalam mengambil keputusan yang berkaitan dengan struktur modal.

Perilaku *herding* memang bukan perilaku yang lazim terjadi. Namun bukan berarti bahwa perilaku seperti ini tidak pernah dilakukan oleh manajer perusahaan. Seseorang atau sekelompok orang bisa saja bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, perilaku *herding* mempunyai hubungan dengan aktivitas ekonomi, misalnya rekomendasi investasi (Scharfstein dan Stein, 1990), perilaku harga saham pada saat penawaran perdana (Welch, 1992), peramalan laba (Trueman, 1994), serta *corporate conservatism* (Zwiebel, 1995). *Herding* terjadi ketika individu mengubah prinsip dan tindakannya agar sesuai dengan prinsip dan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain (Trueman, 1994; Banerjee, 1992; Scharfstein dan Stein, 1990). Perilaku ini terjadi terutama pada saat seseorang atau sekelompok orang yang harus mengambil keputusan dengan berbagai jenis keterbatasan, misalnya keterbatasan informasi, waktu, dan kemampuan.

Perilaku *herding* pada peramalan laba menunjukkan bahwa peramal laba mencoba mengikuti ramalan laba pihak lain (Trueman, 1994). Pada keputusan investasi, Scharfstein dan Stein (1990) melakukan penelitian tentang faktor yang mendorong manajer untuk mengambil keputusan investasi. Bukti menunjukkan bahwa dalam keadaan tertentu, manajer cenderung meniru keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer lain dan mengabaikan informasi yang telah dimiliki. Jika dipandang dari sisi sosial, perilaku tersebut tidak efisien, tetapi menurut pandangan manajer yang melakukan hal tersebut, perilaku mereka dianggap rasional karena pertimbangan reputasi.

Masih terkait dengan keputusan investasi, Sias (2004) meneliti perilaku investor institusional. Sias (2004) menguji hubungan *cross-sectional* antara permintaan investor institusional pada kuartal yang sedang berjalan dengan permintaan institusional pada kuartal sebelumnya. Hasilnya menunjukkan bahwa

permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal ini berhubungan secara positif dengan permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal sebelumnya. Dalam hal ini investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk membeli atau menjual suatu sekuritas yang sama serta investor institusional juga mengikuti pola perdagangan mereka sebelumnya. *Herding* reputasi dan informasi juga diteliti lebih lanjut oleh Choi dan Sias (2008). Bukti penelitian mereka menyimpulkan dukungan yang kuat bahwa perilaku *herding* terjadi di antara investor institusional. Investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk masuk atau keluar dalam industri yang sama. Mereka menemukan bahwa perilaku *herding* dalam investor institusional terjadi disebabkan oleh faktor reputasi dan informasi masa lalu.

Brown *et al.* (2006) mencoba meneliti apakah perilaku *herding* terjadi pada keputusan pengungkapan sukarela. Mereka meneliti bagaimana perusahaan mengungkapkan ramalan belanja modal. Bukti empiris menunjukkan bahwa pengungkapan ramalan belanja modal berhubungan positif dengan pengungkapan yang sama periode sebelumnya dalam perusahaan dan industri yang sama pula. Dengan demikian, mereka menyimpulkan bahwa terjadi perilaku *herding* informasional. Bukti empiris juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif pengungkapan ramalan pengeluaran modal suatu perusahaan dengan pengungkapan yang sama oleh *leader* dalam industri. Penelitian ini menemukan bahwa manajer dengan reputasi yang kurang bagus menunjukkan kecenderungan untuk melakukan *herding* pada keputusan pengungkapan mereka. Mereka menyimpulkan bahwa faktor informasional dan faktor reputasional merupakan gabungan sumber yang signifikan perilaku *herding* dalam keputusan pengungkapan sukarela.

Berbagai literatur keuangan tentang *herding* menyatakan bahwa ada kategori *herding*, yaitu pengabaian informasi, *herding* investigatif, *herding* reputasional, *herding* informasional, dan *herding* karakteristik. Pengabaian informasi menghasilkan perilaku *herding* karena manajer tidak menggunakan informasi yang dimiliki untuk mengambil keputusan. Seperti yang dinyatakan oleh Banerjee (1992) dan Bikhchandani *et al.* (1992) manajer melakukan keputusan bukan berdasarkan informasi pribadi yang

dimiliki, melainkan mengikuti keputusan pihak lain. Misalnya manajer perusahaan A mempunyai informasi bahwa struktur modal perusahaan X merupakan struktur modal yang optimal. Namun manajer perusahaan A memperoleh informasi bahwa manajer perusahaan B tidak meniru struktur modal perusahaan X, tetapi meniru struktur modal perusahaan Y, maka manajer perusahaan A juga akan mengikuti manajer perusahaan B yang meniru struktur modal perusahaan Y.

Herding investigatif terjadi ketika investor saling melakukan investigasi sinyal-sinyal berhubungan yang dimiliki oleh pihak lain (Froot, *et al.*, 1992; Hirshleifer, *et al.*, 1994; Sias, 2004). Sinyal-sinyal yang berkorelasi satu dengan lainnya menyebabkan terjadinya perilaku *herding*. Sebagai contoh, jika investor A mendapatkan sinyal pribadi pada waktu t bahwa sekuritas X bagus dan investor B mendapatkan sinyal pribadi yang sama dengan yang diperoleh investor A pada waktu $t+1$ maka investor A dan investor B akan sama-sama membeli sekuritas X. *Herding* reputasional terjadi karena orang menjadikan reputasi pihak lain yang lebih baik sebagai dasar untuk mengikuti keputusannya. Sebagai contoh, reksa dana akan lebih memilih berinvestasi dengan mengikuti keputusan investasi yang diambil oleh reksa dana lain daripada mengikuti keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan asuransi (Scharfstein dan Stein, 1990; Trueman, 1994). Contoh lain adalah temuan Sias dan Choi (2008) bahwa investor institusional yang perhatian terhadap reputasi lebih suka mengikuti keputusan investasi dari investor institusional dengan klasifikasi yang sama daripada klasifikasi investor institusional yang berbeda. Reksa dana lebih cenderung melakukan *herding* pada keputusan reksa dana lain daripada investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, dan investor institusional lain yang bukan reksa dana.

Herding informational adalah *herding* karena seseorang melakukan keputusan sekarang berdasarkan keputusan mereka di masa lalu. Sebagai contoh dalam perdagangan sekuritas, investor institusional berpendapat bahwa informasi yang dihasilkan dari perdagangan mereka pada masa lalu merupakan informasi terbaik bagi mereka dan kemudian mereka akan melakukan perdagangan yang sama dengan pola perdagangan mereka pada masa lalu

tersebut (Bikhchdanani *et al.*, 1992). Dengan demikian, perilaku *herding* berdasarkan informasi masa lalu terjadi ketika seseorang meniru keputusan yang telah dilakukannya pada masa lalu. *Herding* karakteristik adalah *herding* karena seseorang tertarik pada sesuatu yang memiliki karakteristik tertentu. Sebagai contoh di pasar modal, investor institusional melakukan *herding* karena mereka tertarik pada suatu sekuritas yang memiliki karakteristik tertentu. Masing-masing sekuritas memiliki karakteristik yang berbeda-beda. Jika investor tertarik pada suatu sekuritas maka investor tersebut akan memiliki sekuritas tersebut dalam jumlah yang besar. Misalnya pada suatu saat investor mempunyai pilihan untuk membeli sekuritas A, B, dan C. Investor tersebut ternyata tertarik pada karakteristik sekuritas A, maka pada saat yang dimaksud investor akan memiliki sekuritas A dalam jumlah yang lebih banyak.

Berdasarkan kelima kategori *herding* yang sudah diuraikan sebelumnya, *herding* reputasional dan *herding* informational adalah dua hal yang diuji dalam penelitian ini. Temuan empiris terkait dengan *herding* reputasional dalam struktur modal dibuktikan oleh Scharfstein dan Stein (1990), Patel *et al.* (1991), dan Rudhiningtyas (2003). Ketiga penelitian tersebut menunjukkan bahwa *herding* dalam struktur modal terjadi karena manajer mengikuti pola struktur modal perusahaan yang memiliki reputasi lebih baik. Manajer yang menganggap dirinya memiliki reputasi kurang baik mengikuti keputusan struktur modal perusahaan yang manajernya dianggap memiliki reputasi lebih baik dalam industri yang sama. Manajer perusahaan yang bersikap rasional akan berusaha untuk menentukan struktur modal optimal. Mengoptimalkan struktur modal berdasarkan teori-teori tertentu, seperti *pecking order hypothesis* dan *trade-off hypothesis* bukanlah hal yang mudah. Pada kenyataannya untuk menentukan suatu struktur modal yang optimal merupakan hal yang cukup sulit bagi manajer perusahaan. Selain karena banyaknya teori atau bahkan pertentangan antarteori, kesulitan dalam menentukan struktur modal dihadapi oleh manajer karena mereka menghadapi keterbatasan informasi, kemampuan untuk mengorganisir informasi, waktu, dan biaya. Dengan keterbatasan tersebut, manajer perusahaan bisa saja bersikap tidak rasional dengan cenderung meniru keputusan struktur modal yang

dimiliki oleh perusahaan lain yang dianggap memiliki reputasi yang lebih baik dalam suatu industri. Dalam hal ini, perusahaan yang memiliki reputasi lebih baik adalah perusahaan yang merupakan *leader* dalam industri. Sedangkan perusahaan yang mengikuti keputusan perusahaan *leader* yang merasa reputasinya kurang baik dianggap sebagai *follower*. Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Struktur modal perusahaan *leader* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan *follower*.

Keterbatasan informasi, kemampuan mengorganisir informasi, waktu, dan biaya juga menyebabkan manajer melakukan *herding* informasional. Perilaku *herding* informasional terjadi karena tindakan manajer yang mengambil keputusan berdasarkan tindakan atau keputusan yang telah diambil pada periode sebelumnya. Bukti empiris *herding* informasional ditemukan oleh Welch (2000) dan Brown *et al.* (2006). Welch (2000) menemukan bahwa pemberian rekomendasi kepada klien untuk membeli, menyimpan, atau menjual sekuritas oleh analis sekuritas dipengaruhi oleh pilihan kebijakan atau rekomendasi yang telah diterbitkan sebelumnya. Sedangkan Brown *et al.* (2006) menyatakan bahwa pengungkapan suka rela belanja modal perusahaan dipengaruhi oleh pengungkapan suka rela belanja modal di masa lalu. Analogika yang sama juga bisa terjadi dalam keputusan struktur modal. Berbagai keterbatasan menyebabkan manajer perusahaan mengambil keputusan struktur modal berdasarkan keputusan struktur modal di masa lalu. Berdasarkan uraian tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan tersebut pada tahun sekarang.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang dipilih dengan metode *purposive sampling*. Dengan metode tersebut, sampel dipilih dengan karakteristik perusahaan termasuk kategori manufaktur, tersedia laporan keuangan berturut-turut, memiliki data keuangan lengkap, dan saldo ekuitas tidak negatif. Perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel karena perusahaan jenis ini memiliki industri yang jumlahnya memadai cukup. Berdasarkan sampel yang dipilih, data yang diperoleh merupakan data elemen-elemen struktur

modal yang meliputi utang, aset, dan ekuitas ekuitas. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* untuk periode 2002 sampai tahun 2006. Pengujian hipotesis pertama membutuhkan kategori perusahaan *leader* dan *follower*. Kategori ini diperlukan untuk menguji *herding* reputasional tentang apakah *follower* mengikuti *leader* dalam memutuskan struktur modal. Perusahaan *leader* dianggap memiliki reputasi yang lebih baik. Sebuah perusahaan rata-rata aset perusahaan tersebut dalam periode penelitian paling besar. Perusahaan yang tidak dikategorikan sebagai *leader* dianggap sebagai *follower*. Cara pengkategorian *leader-follower* seperti ini dilakukan dalam setiap industri yang menjadi sampel.

Dalam penelitian ini, terdapat dua jenis variabel penelitian, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Untuk hipotesis pertama, variabel dependen adalah struktur modal perusahaan *follower*; sedangkan variabel independennya adalah struktur modal perusahaan *leader*. Untuk hipotesis kedua, variabel dependen adalah struktur modal pada waktu *t* dan variabel independennya adalah struktur modal pada waktu *t-1*. Pengukuran struktur modal adalah dengan DER (*debt to equity ratio*). DER dihitung dengan perbandingan total utang dibagi total ekuitas. H1 menyatakan bahwa struktur modal perusahaan *leader* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan *follower*. Hipotesis ini didukung apabila koefisien dalam model berikut ini signifikan:

$$DER_F = \beta_0 + \beta_1 DER_L_1 + \beta_2 DER_L_2 + \beta_3 DER_L_3 + \beta_4 DER_L_4 + \beta_5 DER_L_5 + e \dots\dots\dots (1)$$

DER_F = *Debt to equity ratio* perusahaan *follower*
 DER_L₁ - DER_L₅ = *Debt to equity ratio* perusahaan *leader* selama tahun penelitian

β_0 = Konstanta
 $\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien
 e = *Error*

H2 menyatakan bahwa struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan tersebut pada tahun sekarang. Hipotesis ini didukung apabila koefisien dalam model berikut ini signifikan:

$$DER_t = \beta_0 + \beta_1 DER_{t-1} + \varepsilon \quad (2)$$

DER_t = Debt to equity ratio tahun sekarang
 DER_{t-1} = Debt to equity ratio tahun sebelumnya
 β_0 = Konstanta
 β_1 = Koefisien
 ε = Error

Tabel 1
Sampel Penelitian

| Keterangan | Jumlah |
|--|--------|
| Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar | 160 |
| Penerbitan Laporan Keuangan tidak Berturut-turut | -19 |
| Data Tidak Lengkap dan Saldo Ekuitas Negatif | -31 |
| Sampel Akhir yang Dianalisis | 110 |

HASIL PENELITIAN

Ada sebanyak 160 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2002 sampai 2006. Laporan keuangan sebanyak 19 perusahaan tidak tersedia berturut-turut. Sampel berkurang lebih lanjut karena sebanyak 31 perusahaan memiliki data tidak lengkap dan saldo ekuitas negatif. Dengan demikian sampel akhir yang dianalisis dalam penelitian ini ada sebanyak 110 perusahaan. Data sampel tampak pada Tabel 1.

Berdasarkan 110 jumlah perusahaan yang dijadikan sampel, sebanyak 19 perusahaan dikategorikan sebagai *leader*, karena itu sebanyak 91 merupakan *follower*. Setiap industri diwakili oleh sebuah *leader*. Ke-19 perusahaan yang digolongkan sebagai *leader* adalah perusahaan yang memiliki nilai rata-rata total aset selama lima tahun yang paling besar untuk masing-masing sektor industri. *Leader* dalam penelitian ini tampak pada Tabel 2.

Tabel 2
Daftar Nama Perusahaan *Leader*

| No | Nama Perusahaan | Jenis Industri |
|----|-------------------------------|---|
| 1 | Indofood Sukses Makmur | Food and Beverages |
| 2 | Gudang Garam | Tobacco Manufactures |
| 3 | Panasia Indosyntec | Textile Mill Products |
| 4 | Indorama Syntetics | Apparel and Other Textile Products |
| 5 | Tirta Mahakam Resources | Lumber and Wood Products |
| 6 | Indah Kiat Pulp & Paper | Paper and Allied Products |
| 7 | AKR Corporindo | Chemical and Allied Products |
| 8 | Resource Alam Indonesia | Adhesive |
| 9 | Trias Sentosa | Plastics and Glass Products |
| 10 | Indocement Tungal Perkasa | Cement |
| 11 | Citra Tubindo | Metal and Allied Products |
| 12 | Kedawung Setia Industrial | Fabricated Metal Products |
| 13 | Intikeramik Alamasri Industri | Stone, Clay, Glass and Concreate Products |
| 14 | SUCACO | Cable |
| 15 | Multipolar Corporation | Electronic and Office Equipment |
| 16 | Astra International | Automotive and Allied Products |
| 17 | Modern Photo Film Company | Photographic |
| 18 | Kalbe Farma | Pharmaceuticals |
| 19 | Unilever Indonesia | Consumer goods |

Jumlah sampel awal dalam pengujian statistik hipotesis pertama adalah 91 perusahaan. Data akhir yang diperoleh untuk menguji H1 merupakan data awal yang dikurangi dengan *outliers*. *Outliers* diperoleh setelah melakukan uji asumsi klasik. Setelah mengeluarkan *outliers*, maka akan diperoleh data akhir sebanyak 84 data perusahaan *follower*.

Untuk menguji H1, struktur modal perusahaan *leader* diregresi terhadap struktur modal perusahaan *follower* untuk masing-masing sektor industri. Struktur modal perusahaan *leader* untuk tahun 2002, 2003, 2004, 2005, dan 2006 dalam masing-masing sektor industri akan diregresikan sebanyak jumlah perusahaan yang menjadi *follower* dalam sektor industri yang sama. Misalnya untuk sektor industri *food and beverages* perusahaan yang menjadi *leader* adalah PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. Dalam sektor industri *food and beverages* ada 11 perusahaan yang menjadi *follower*, maka struktur modal PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. untuk tahun 2002, 2003, 2004, 2005, dan 2006 akan diregresikan sebanyak 11 kali.

Untuk menguji H2, jumlah sampel awal yang digunakan adalah 110 perusahaan, hal tersebut dikarenakan dalam menguji hipotesis yang kedua penulis tidak membagi perusahaan dalam kategori *leader* dan *follower*. Data akhir yang diperoleh untuk menguji H2 merupakan data awal yang dikurangi dengan *outliers*. *Outliers* diperoleh setelah melakukan uji asumsi klasik. Setelah mengeluarkan *outliers*, maka diperoleh data akhir sebanyak 100 perusahaan untuk pengujian H2.

Tujuan statistik deskriptif adalah memberikan gambaran tentang suatu data, seperti nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi. Uji statistik dilakukan terhadap data DER perusahaan *leader* dan *follower*. Pada Tabel 3 disajikan statistik deskriptif

untuk pengujian hipotesis pertama. Hasil statistik deskriptif untuk perusahaan *follower* menyatakan bahwa untuk rasio DER_F nilai minimumnya adalah 0,06 sedangkan nilai maksimumnya adalah 3,73. Nilai rata-rata DER perusahaan selama periode pengamatan sekitar 1,1 sampai 3,7. Hal ini menunjukkan bahwa utang perusahaan rata-rata lebih dari 50% sampai 75% dari struktur modal perusahaan. Untuk pengujian H2, dengan sampel sebanyak 100 perusahaan, menghasilkan proporsi utang terhadap struktur modal yang juga berkisar 50% sampai 75%.

Penelitian ini menggunakan model regresi linear. Untuk mengetahui kelayakan data, pengujian asumsi klasik diperlukan yang meliputi heteroskedastisitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan normalitas. Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari *residual* antara satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Model regresi yang baik adalah tidak terdapat heteroskedastisitas. Metode yang digunakan untuk menguji adanya gejala ini adalah uji Park. Dalam penelitian ini, uji heteroskedastisitas dilakukan dengan cara mengkuadratkan nilai *unstandardized residual* (RES_KUAD) yang dihasilkan dari model regresi. Nilai RES_KUAD ini kemudian dijadikan variabel dependen untuk diregresikan dengan variabel-variabel independen dalam penelitian ini. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas karena seluruh variabel independen tidak signifikan pada *alpha* 5% pada kedua pengujian hipotesis.

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode *t* dengan kesalahan pengganggu pada periode *t-1* (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka terdapat

Tabel 3
Statistik Deskriptif

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|----------|----|---------|---------|--------|----------------|
| DER-F | 84 | 0.06 | 3.73 | 1.1656 | 0.91768 |
| DER_L1 | 84 | 0.24 | 16.66 | 3.7204 | 3.72927 |
| DER_L2 | 84 | 0.30 | 7.10 | 1.7419 | 1.54954 |
| DER_L3 | 84 | 0.19 | 6.76 | 1.5111 | 1.25246 |
| DER_L4 | 84 | 0.69 | 5.98 | 1.5763 | 1.03096 |
| DER_L5 | 84 | 0.36 | 3.63 | 1.3364 | 0.63908 |

masalah autokorelasi karena adanya korelasi pada tempat yang berdekatan dan menimbulkan konsekuensi, yaitu interval keyakinan menjadi lebar, serta varians dan kesalahan standar akan ditaksir terlalu rendah. Model regresi yang baik adalah tidak terdapat autokorelasi. Pendekatan yang digunakan untuk menguji ada atau tidaknya autokorelasi adalah uji Durbin-Watson. Nilai D-W pengujian pertama adalah 2,248 dan untuk pengujian kedua adalah 1,872. Hal ini berada pada *rule of thumb*: D-W antara 1,5 s.d. 2,5 yang menunjukkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada model regresi.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi di antara variabel independen. Jika terdapat korelasi, berarti terdapat masalah multikolinearitas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi multikolinearitas. Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas adalah dengan VIF (*variance inflation factor*). Indikasi adanya multikolinearitas adalah apabila nilai VIF > 10. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai VIF kurang dari 10 yang menunjukkan tidak terdapat multikolinearitas antarvariabel dalam model regresi. Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen, dan variabel dependen berdistribusi normal atau tidak. Cara untuk menguji normalitas adalah dengan uji Kolmogorov-Smirnov. Hasil pada kedua pengujian menunjukkan nilai *symp.sig* jauh lebih besar dari alpha 5% yang menunjukkan bahwa pola distribusi data adalah normal.

H1 menyatakan bahwa struktur modal perusahaan *leader* berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan *follower*. Model 1 digunakan untuk menguji hipotesis ini. Hasil estimasi menunjukkan nilai F pengujian H1. Nilai F yang cukup besar, yaitu 2,559, dengan signifikansi di bawah 5% menunjukkan bahwa model 1 untuk menguji hipotesis adalah model yang memenuhi syarat. Koefisien determinasi atau R^2 digunakan untuk mengukur persentase variasi dalam variabel dependen yang dijelaskan oleh variasi dalam variabel independennya. Semakin besar nilai R^2 , maka semakin besar variasi dalam struktur modal perusahaan *follower* yang dapat dijelaskan oleh variasi dalam struktur modal perusahaan *leader*. Untuk hasil yang lebih baik, penulis akan menggunakan *adjusted R^2* karena mempertimbangkan besarnya jumlah sampel

dan banyaknya variabel yang digunakan dalam penelitian. Hasil estimasi menunjukkan bahwa nilai *adjusted R^2* sebesar 8,6%. Hal ini menunjukkan bahwa sebanyak 8,6% variasi dalam struktur modal perusahaan *follower* yang dapat dijelaskan oleh variasi dalam struktur modal perusahaan *leader*.

Berdasarkan Tabel 4 disajikan hasil uji t hipotesis 1. Hasil pada Tabel 4 menunjukkan DER_L1, DER_L4, dan DER_L5 tidak signifikan. Nilai t DER_L3 signifikan namun arahnya yang negatif tidak seperti yang diharapkan. Akan tetapi, nilai t DER_L2 yang signifikan pada alpha 1% menunjukkan bahwa hipotesis 1 dapat didukung. Walaupun tidak untuk semua tahun penelitian, bukti empiris menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan *leader* berpengaruh pada struktur modal perusahaan *follower*.

Tabel 4
Hasil Uji-t pada Pengujian H1

| Variabel | Koefisien | Nilai t | Signifikansi |
|----------|-----------|---------|--------------|
| DER_L1 | -0.065 | -0.495 | 0.622 |
| DER_L2 | 0.691 | 2.823 | 0.006 |
| DER_L3 | -0.798 | -2.177 | 0.032 |
| DER_L4 | 0.355 | 1.359 | 0.178 |
| DER_L5 | 0.198 | 1.308 | 0.195 |

H2 menyatakan bahwa struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan tersebut pada tahun sekarang. Hipotesis ini diuji dengan menggunakan model 2. Model 2 menghasilkan nilai F yang sangat besar, yaitu 4494 dengan signifikan pada alpha 1%. Dengan nilai F yang besar ini, model 2 adalah model yang sudah baik untuk menguji hipotesis. Nilai *adjusted R^2* digunakan untuk mengukur persentase variasi dalam variabel dependen yang dijelaskan oleh variasi dalam variabel independennya. Semakin besar nilai R^2 , maka semakin besar variasi dalam struktur modal perusahaan periode sekarang dipengaruhi oleh struktur modal periode sebelumnya. Hasil estimasi menunjukkan bahwa nilai *adjusted R^2* sebesar 9,78%. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 9,78% variasi dalam struktur modal sekarang yang dapat dijelaskan oleh variasi dalam struktur modal sebelumnya.

Uji-t bertujuan untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Pengujian kedua dilakukan dengan meregres variabel dependen, yaitu struktur modal perusahaan tahun sekarang, serta variabel independennya, yaitu struktur modal perusahaan tahun sebelumnya. Pada Tabel 5 terlihat bahwa nilai t untuk DER_{t-1} sebesar 67 signifikan pada alpha 1%. Hal ini menunjukkan dukungan yang kuat terhadap H2 bahwa struktur modal perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan tersebut pada tahun sekarang

Tabel 5
Hasil Uji-t pada Pengujian Hipotesis 2

| Variabel | Koefisien | Nilai t | Signifikansi |
|-------------|-----------|---------|--------------|
| DER_{t-1} | 0.989 | 67.040 | 0.000 |

PEMBAHASAN

Temuan empiris tentang perilaku *herding* dalam struktur modal tidak selalu sejalan. Berdasarkan teori ekonomi, perusahaan menentukan kebijakan pendanaan, khususnya mengenai struktur modal secara rasional. Dalam kondisi pasar modal efisien juga seharusnya perusahaan bertindak rasional dalam hal pendanaan. Temuan Filbeck *et al.* (1996) sejalan dengan argumen ini. Data penelitian Filbeck *et al.* (1996), yaitu data perusahaan yang terdaftar di pasar modal New York (NYSE) yang termasuk dalam kategori pasar modal yang efisien (Hartono, 2000), mendukung pernyataan bahwa di pasar modal yang efisien dimungkinkan keputusan struktur modal dilakukan secara rasional.

Sebaliknya, perilaku *herding* berdasarkan reputasi pada penentuan struktur modal perusahaan ditunjukkan dalam penelitian ini. Perilaku *herding* berdasarkan reputasi ini terlihat karena adanya kecenderungan struktur modal perusahaan *follower* mengikuti struktur modal perusahaan *leader*. Temuan pada penelitian ini mengkonfirmasi pernyataan Brown *et al.* (2006), Choi dan Sias (2008), Patel *et al.* (1991), serta Rudhiningtyas (2003) bahwa perilaku *herding* berdasarkan reputasi dilakukan oleh perusahaan dalam keputusan struktur modal. Perusahaan berusaha untuk menyesuaikan struktur modalnya sesuai dengan

perusahaan lain yang bergerak dalam industri yang sejenis. Pasar modal Indonesia yang tidak sepenuhnya efisien bisa menjadi alasan tindakan *herding* yang terjadi.

Selain mengikuti struktur modal perusahaan lain, sebuah perusahaan juga diindikasikan mengikuti struktur modal pada periode sebelumnya. Bukti empiris menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* perusahaan satu tahun sebelumnya berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* perusahaan pada tahun berikutnya. Bukti empiris bahwa kebijakan struktur modal suatu tahun dipengaruhi oleh kebijakan struktur modal tahun sebelumnya juga didukung juga oleh Welch (2000) dan Brown *et al.* (2006) yang dilakukan sebelumnya. Dalam hal ini, perusahaan *leader* dan *follower* bisa melakukan *herding* bersama-sama. Perusahaan *leader* menentukan struktur modal berdasarkan kebijakan struktur modal perusahaan itu sendiri sebelumnya. Perusahaan *follower* juga melakukan kebijakan struktur modal berdasarkan struktur modal perusahaan itu sendiri dan perusahaan *leader* pada periode sebelumnya.

Apabila dibandingkan dengan penelitian *herding* di bidang lain berdasarkan informasi masa lalu, hasil penelitian ini tidaklah mengherankan. Welch (2000) melakukan penelitian mengenai perilaku *herding* berdasarkan informasi masa lalu dengan para analis sekuritas sebagai obyek penelitiannya. Rekomendasi jual beli sekuritas yang diberikan oleh para analis dipengaruhi rekomendasi mereka sebelumnya. Selain itu, Brown *et al.* (2006) yang melakukan penelitian untuk menguji perilaku *herding* pada keputusan pengungkapan suka rela, juga menemukan alasan yang setara. Pengungkapan suka rela yang dilakukan oleh perusahaan dipengaruhi oleh keputusan pengungkapan perusahaan dimasa lalu. Brown *et al.* (2006) menunjukkan bahwa perusahaan mengungkapkan prediksi belanja modal berdasarkan prediksi belanja modal yang sudah dikeluarkan pada periode sebelumnya. Argumen *herding* pada analisis sekuritas dan pengungkapan suka rela di atas sejalan dengan argumen tentang terjadinya *herding* berdasarkan informasi masa lalu pada keputusan struktur modal.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini menguji keberadaan perilaku *herding* berdasarkan reputasi dan informasi masa lalu dalam penentuan struktur modal. Bukti empiris menunjukkan bahwa perilaku *herding* pada keputusan struktur modal terjadi baik berdasarkan reputasi maupun berdasarkan informasi masa lalu. Perilaku *herding* berdasarkan reputasi terjadi karena struktur modal perusahaan *follower* mengikuti struktur modal perusahaan *leader*. Sedangkan *herding* berdasarkan informasi masa lalu terjadi karena baik perusahaan *leader* maupun perusahaan *follower* melakukan keputusan struktur modal berdasarkan struktur modal perusahaan itu sendiri pada periode sebelumnya.

Saran

Meniru struktur modal perusahaan lain atau pola struktur modal periode sebelumnya dapat berimplikasi negatif. Apabila perilaku ini menyebabkan peran manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan salah satunya melalui kebijakan struktur modal diabaikan, maka *herding* ini hanya sekedar meniru kebijakan lain. Peniruan ini tidak memiliki dasar alasan yang kuat. Namun perilaku *herding* tidak semata-mata berimplikasi negatif. Apabila dengan meniru manajer dapat belajar mengikuti pola kebijakan struktur modal perusahaan yang dianggap lebih baik, maka peran manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui kebijakan struktur modal bisa berdampak positif.

Untuk pengembangan riset selanjutnya dengan topik yang sama, kelemahan penelitian tersebut dapat dijadikan dasar perbaikan. Kelemahan tersebut adalah terletak pada klasifikasi reputasi dan jenis data penelitian perilaku. Reputasi untuk mengklasifikasi perusahaan sebagai *leader* berdasarkan nilai aset belum sempurna. Dasar klasifikasi lain yang bisa dipertimbangkan adalah profitabilitas, kemampuan manajerial, peringkat kredit, dan biaya modal. Berdasarkan segi topiknya, *herding* adalah perilaku. Pengujian perilaku dengan data primer, eksperimen atau survei, dapat lebih menggambarkan perilaku yang sesungguhnya daripada pendekatan data sekunder.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, J., Chua dan Mc Connel, J. (1982). "The Administrative Costs of Capital of Corporate Bankruptcy: A Note." *Journal of Finance*. 37:219.
- Banerjee, A. V. (1992). "A Simple Model of Herd Behavior." *Quarterly Journal of Economics*. 107, 797-817.
- Bikhchandani, Sushil; David, Hirshleifer; dan Ivo, Welch (1992). "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades." *Journal of Political Economy*. 100, 992-1026.
- Boquist, J.A. dan Moore, W. T. (1984). "Inter Industry Leverage Differences and The De Angelo-Masulis Tax Shields Hypothesis." *Finance Management*. Spring: 5-9.
- Bradley, M. Jane dan Kim, E. H. (1984). "On The Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence." *The Journal of Finance*. 39.
- Brown, Nerissa, C.; Kelsey D.; Wei; dan Wermers, Russ (2006). "Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices." *Published working paper*. University of Maryland.
- Choi, Nichole dan Sias, Richard W. (2008). "Institutional Industry Herding." *The Review of Financial Studies*. Vol.17, 165-206.
- Cote, M. J. dan Sanders, D. L. (1997). "Herding Behavior: Explanation and Implications." *Behavioral Research in Accounting*. Vol. IX.
- Daniel, Kent; Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ (1997). "Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks." *Journal of Finance*. Vol. 52, 1035-1058.
- Davis, A. (1987). "Effective Tax Rates as Determinants of Canadian Capital Structure." *Financial Management*. 16: 22-28.

- DeAngelo, H. dan Masulis, R. W. (1980). "Optimal Capital Structure and Personal Taxes." *Journal of Financial Economics*. 8: 3-29.
- Filbeck, G.; Gorman, F. Raymond; Preece, C. Dianna (1996). "Behavioral Aspects of Intra Industry Capital Structure Decision." *Journal of Finance and Strategic Decision*. Vol 9, No.2.
- Froot, K. A.; Scharfstein, David S.; dan J. C. Stein (1992). "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-term Speculation." *Journal of Finance*. Vol. 47, hal. 1461-1484.
- Graham, John R. (1999). "Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence." *Journal of Finance*. Forthcoming.
- Grinblatt, Mark dan Titman, Sheridan (1988). "Mutual Fund Performance: An Analysis of Monthly Returns." *Published Working Paper*. University of California, Los Angeles.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan (1989). "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings." *Journal of Business*. Vol. 62, 394-415.
- Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ (1995). "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior." *American Economic Review*. Vol. 85, 1088-1105
- Harris, M. dan Reviv (1991). "The Theory of Capital Structure." *The Journal of Finance*. Vol. XLVI, No. 1.
- Hartono, J. M. (2000). "Teori Portfolio dan Analisis Investasi." Edisi 2, BPFE. Yogyakarta.
- Haugen, R. dan L. Senbet (1978). "The Insignificance of Bankruptcy Cost to the Theory of Optimal Capital Structure." *Journal of Finance*. Vol. 33, hal. 383-389.
- Hirshleifer, D.; A. Subrahmanyam; dan S. Titman (1994). "Security Analysis and Trading Patterns when Some Investors Receive Information Before Others." *Journal of Finance*. Vol. 49, hal. 1665-1698.
- Homaifar, G.; Ziets, J.; dan Benkato, O. (1994). "An Empirical of Capital Structure: Some New Evidence." *Journal of Business Finance and Accounting*. 21: 1-4.
- Jaffe, J. F. (1978) "A Note in Taxation and Investment." *Journal of Finance*. Vol. 33, hal. 1439-1445.
- Jensen, M. dan Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure." *Journal of Financial Economics*. Vol. 3.
- Kahneman, D. dan A. Tversky (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk." *Econometrica*. Vol. 47.
- Keynes, J. M. (1936). "The General Theory of Employment, Interest and Money. London, Macmillan.
- Klemkosky, Robert C. (1977). "The Impact and Efficiency of Institutional Net Trading Imbalances." *Journal of Finance*. Vol 32, 79-86.
- Kraus, Alan; dan Stoll, Hans R. (1972). "Parallel Trading by Institutional Investors." *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*. Vol. 7, 2107-2138.
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert W. (1992). "The impact of Institutional Trading on Stock Prices." *Journal of Financial Economics*. 32, 23-44.
- Maug, Ernst dan Narayan, Naik (1995). "Herding and Delegated Portfolio Management: The Impact of Relative Performance Evaluation an Asset Allocation." *Working Paper*. Duke University.
- Modigliani, F. and M. Miller (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review*. Vol. 48, hal. 261-297

- Myers, S. dan Majluf, N. (1984). "Corporate Financing and Investment Decision Within Firm's Have Information Investor Do Not Have." *Journal of Finance economics*. 13: 187-221.
- Oehler, A., Chao dan George G.C. (2000). "Institutional Herding in Bond Markets." *Published Working Paper*. www.ssrn.com
- Patel, J.; R. Zeckhauser; dan D. Hendricks (1991). "The Rationally Struggle: Illustration from Financial Market." *American Economic Review Paper and Proceedings*. Hal. 232-236.
- Puckett, A. dan Yan, X.S. (2007). "The Impact of Short-term Institutional Herding." *Published Working Paper*. www.ssrn.com.
- Rudiningtyas, Dyah, A. (2003). "Perilaku *Herding* pada Keputusan Struktur Modal Perusahaan." *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*. Vol.2, No.1.
- Scharfstein, David S. dan Jeremy, C. Stein (1990). "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*. 80, 465-479.
- Seitz, Neil (1984). "Financial Analysis: A Programmed Approach." Third Edition, Englewood Cliffs, New Jersey: A Reston Book Prentice-Hall, Inc.
- Shefrin, H. dan Statman M. (1984). "Explaining Investor Preference for Cash Dividends." *Journal of Financial Economics*. Vol. 16, hal. 7-15.
- Sias, Richard, W. (2004). "Institutional Herding." *The Review of Financial Studies*. 17, 165-206.
- Statman, M. dan D. Caldwell (1987). "Applying Behavioral Finance to Capital Budgeting: Project Terminations." *Financial Management*. Vol. 16, hal. 7-15.
- Titman, S. dan Wessels, R. (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice." *Journal of Finance*. 43, 1-120.
- Trueman, Brett (1994). "Analyst Forecasts and Herding Behavior." *The Review of Financial Studies*. 7, 97-124.
- Welch, Ivo (1992). "Sequential Sales, Learning, and Cascades." *Journal of Finance*. Vol. 47, hal. 695-732.
- Welch, Ivo (1996). "A Primer on Capital Structure." *Financial and Portfolio Management*. Desember.
- Welch, Ivo (1996). "Herding Among Security Analysts." *Working Paper*. University of California, Los Angeles.
- Wermers, Russ (1999). "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices." *Journal of Finance*. 54, 581-622.
- Weston J.Fred dan Brigham F.Eugene (1993). "Essential of Managerial Finance." Tenth Edition, The Dryden Press, USA.
- Williamson, O. (1988). "Corporate Finance Governance." *Journal of Finance*. Vol. 43, hal. 567-591.
- Zwiebel, Jeffrey (1995). "Corporate Conservatism and Relative Compensation." *Journal of Political Economy*. 103, 1-25.

ANALISIS KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA SEBELUM DAN SESUDAH PEMBAYARAN DIVIDEN KAS

J.C. Shanti

Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala Surabaya
Jalan Dinoyo Nomor 42-44, Surabaya
Telepon +62 31 5681277, 5617101, Fax. +62 31 5682223
E-mail: philomena1404@yahoo.com.sg

ABSTRACT

The objective of this study is to empirically examine the financial performance of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) before and after cash dividend payment. This study also purports to verify that signalling theory is not an appropriate concept to explain the phenomenon of dividend payment policy in Indonesia. The signalling theory of dividend policy information is inapt since it does not fit with Indonesian setting where dividend payment policy is decided by General Stockholders Meeting rather than by managers. Samples used in this study are all manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange that paid annual cash dividend on common stocks in the period of 2000-2004 but did not pay annual cash dividend in the period of two years before and two years after the observed period. This study uses parametric statistics (paired sample t test). The result shows that the payment of cash dividend will influence companies' short-term liquidity ratios (the companies' short-term liquidity ratios after paying cash dividend are lower than those before paying cash dividend). The payment of cash dividend will influence the companies' short-term financial performance (liquidity), which is one to two years after the cash dividend payment. Subsequently, this study also finds that the information of dividend payment as sig-

nalling theory is irrelevant as the statistical tests, indicate that there is of no significant difference of the companies' profitability such that dividend information cannot be used as signal for profitability prospect of Indonesian companies in the future.

Keywords: financial performance, dividend policy, signalling theory

PENDAHULUAN

Penelitian ini mengangkat isu bahwa kinerja keuangan perusahaan sebelum pembayaran dividen kas kemungkinan sama atau berbeda dengan kinerja keuangan perusahaan sesudah pembayaran dividen kas. Penelitian ini juga akan mengkonfirmasi bahwa fenomena informasi dividen sebagai teori sinyal tidak cocok untuk diterapkan di Indonesia, karena tidak sesuai dengan keadaan (*settings*) yang terjadi di Indonesia.

Ketika perusahaan melakukan pembayaran dividen kas, maka perusahaan mengeluarkan kas yang tidak sedikit, sehingga kemungkinan dapat mempengaruhi likuiditas (kinerja keuangan) perusahaan dan akhirnya mempengaruhi kinerja perusahaan secara keseluruhan. Pembayaran dividen

kas akan mengurangi aliran kas bebas yang tersedia bagi perusahaan untuk diinvestasikan ke dalam proyek-proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif dan yang dapat memberikan penghasilan tambahan (*perquisites*) bagi manajer. Hal ini kemungkinan mengurangi prospek perusahaan di masa depan dan akhirnya dapat menurunkan nilai perusahaan. Salah satu tujuan investor berinvestasi adalah untuk mendapatkan dividen, di samping *capital gain*. Investor tidak hanya berkepentingan terhadap jumlah dividen kas yang diterimanya saat ini saja, tetapi investor juga berkepentingan terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang. Investor mengharapkan harga saham dan jumlah dividen kas yang diterimanya akan meningkat dari waktu ke waktu, sehingga apabila investor menerima dividen dalam jumlah tertentu pada saat ini, investor juga akan mempertimbangkan berapa harga saham dan jumlah dividen kas yang akan diterimanya pada masa mendatang. Hal ini sangat berkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan.

Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu faktor yang dilihat investor untuk menentukan pilihan dalam membeli saham. Dalam melakukan investasi, seorang investor tentu akan menanamkan modalnya pada saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik. Kinerja keuangan yang baik menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan kekayaan bagi pemegang sahamnya. Oleh karena itu, pengukuran kinerja keuangan perusahaan diperlukan untuk menentukan keberhasilan perusahaan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang sahamnya, yaitu perusahaan berhasil memberikan tingkat pengembalian (*return*) seperti yang diharapkan oleh investor yang dapat berupa *capital gain* dan dividen. Kinerja keuangan perusahaan dapat dinilai melalui berbagai macam indikator. Sumber utama indikator yang dijadikan dasar penilaian ialah laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Berdasarkan laporan keuangan ini dapat dihitung sejumlah rasio keuangan yang dapat dijadikan sebagai dasar penilaian kinerja keuangan perusahaan. Beberapa penelitian telah membuktikan bahwa rasio keuangan dapat digunakan untuk mengukur dan memprediksi kinerja keuangan perusahaan (Horrigan, 1965: 567, 1968: 292; Beaver, 1966: 530; Altman, 1968: 608; Barnes, 1987: 459).

Mengenai kebijakan dividen di Indonesia, Keputusan Direksi P.T. Bursa Efek Indonesia (BEI) Nomor Kep-565/BEJ/11-2003 tentang Peraturan Nomor II-A.1 tentang Ketentuan Umum Perdagangan Efek di BEI menyebutkan bahwa rencana pembagian dividen tunai, saham dividen, dan atau saham bonus merupakan hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sementara Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-43/PM/2000 tentang Peraturan Nomor IX.C.3 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus Ringkas Dalam Rangka Penawaran Umum menyebutkan bahwa kebijakan dividen yang direncanakan termasuk rentang jumlah persentase dividen tunai yang direncanakan dikaitkan dengan jumlah laba bersih atau dasar lainnya harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan dalam prospektus perusahaan tersebut ketika melakukan penawaran umum.

Oleh karena itu, kebijakan dividen di Indonesia merupakan hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dengan besaran dividen yang ditentukan berdasarkan persentase tertentu dari jumlah laba bersih atau dasar lainnya seperti yang telah dinyatakan dalam prospektus perusahaan ketika perusahaan tersebut melakukan penawaran umum. Hal ini sangat berbeda dengan kebijakan dividen yang terdapat dalam penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu kebijakan dividen perusahaan ditentukan oleh manajer, sehingga banyak penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan menggunakan kebijakan dividen untuk memberikan sinyal kepada pasar mengenai prospek perusahaan pada masa mendatang (*signaling theory*). Dalam kondisi ketidakmerataan informasi, maka investor akan menganggap bahwa kebijakan perusahaan untuk meningkatkan dividennya merupakan sinyal yang positif. Sebaliknya, investor akan beranggapan bahwa kebijakan perusahaan untuk menurunkan dividennya merupakan sinyal prospek masa depan perusahaan yang kurang cerah.

Penelitian-penelitian empiris sebelumnya (Miller dan Modigliani, 1961: 430; Ofer dan Siegel, 1987: 999; Healy dan Palepu, 1988: 170; Manakyan dan Carroll, 1990: 208; Aharony dan Do-tan, 1994: 149; Kao dan Wu, 1994: 65; Simons, 1994: 585; Jensen dan Johnson, 1995: 50; Akhigbe dan Madura, 1996: 1285; Gunasekarage, *et al.*, 1996: 245; DeAngelo, *et al.*, 1996: 369, 2000: 350; Benartzi, *et al.*, 1997: 1033; Brook, *et al.*,

1998: 56; Charitou dan Vafeas, 1998: 245; Aivazian, *et al.*, 1999: 6; Arsyah, 1999: 145; Billings dan Morton, 1999: 30; Koch dan Shenoy, 1999: 32; Nissim dan Ziv, 2001: 2131; Fuller dan Thakor, 2002: 33; Gunasekarage dan Power, 2002: 149; Arnott dan Asness, 2003: 85; Grullon, *et al.*, 2002: 422, 2003: 28; Habbe, 2003: 480; Warastuti, 2003: 460; Tse, 2005: 22; dan Kurniawan, *et al.*, 2005: 28) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kinerja keuangan (laba) perusahaan sebelum dan sesudah membayarkan dividen. Penelitian-penelitian sebelumnya tersebut sebagian besar menemukan hasil bahwa pembayaran dividen kas direspon secara positif dan cepat oleh pasar modal. Hasil penelitian-penelitian tersebut menyimpulkan bahwa hasil ini mendukung teori sinyal (*signaling theory*), yaitu dividen sebagai suatu sinyal kinerja keuangan perusahaan di masa mendatang. Sebagai suatu sinyal, perusahaan-perusahaan yang membayarkan dividen ini ingin menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mampu menghasilkan aliran kas di masa mendatang untuk membiayai dividen yang dibayarkan. Untuk maksud ini, perusahaan membuat perencanaan dan kebijakan dividen masa depan untuk meyakinkan bahwa perusahaan mampu membayarnya, karena kalau tidak jika harus memotong dividen, maka pasar akan memberikan penalti yang besar.

Kenyataannya, kebijakan dividen di Indonesia lebih ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan bukan sebagai suatu sinyal yang diberikan oleh manajer perusahaan kepada pasar modal, karena tidak dihubungkan dengan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas di masa depan. Ini berarti, simpulan penelitian-penelitian tersebut bahwa dividen sebagai sinyal adalah tidak benar. Keputusan pembayaran dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia pada umumnya merupakan keputusan jangka pendek. Pembayaran dividen merupakan keputusan di Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan bukan merupakan sinyal aliran kas jangka panjang. Jika memang pembayaran dividen merupakan keputusan RUPS dan bukan sinyal aliran kas jangka panjang, maka penjelasan bahwa dividen direspon positif oleh pasar karena teori sinyal adalah kurang tepat.

Penelitian ini bertujuan untuk (1) menguji secara empiris kinerja keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

(BEI) sebelum dan sesudah melakukan pembayaran dividen kas dan (2) memverifikasi fenomena kebijakan pembayaran dividen di Indonesia dengan teori sinyal adalah tidak tepat. Verifikasi bahwa fenomena kebijakan pembayaran dividen di Indonesia dengan teori sinyal adalah tidak tepat dalam penelitian ini dilakukan dengan menganalisis kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pembayaran dividen kas.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Dividen merupakan hal yang penting bagi investor karena dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan kekayaan pemegang saham. Investor akan sangat senang apabila mendapatkan tingkat pengembalian (*return*) investasi yang semakin tinggi dari waktu ke waktu. Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk pembiayaan investasi di masa mendatang (Sartono (1995) dalam Puspitasari dan Witono (2004: 112)). Dengan demikian, kebijakan dividen yang optimal merupakan kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang, sehingga dapat memaksimalkan nilai suatu perusahaan (Weston dan Brigham, 1990: 545).

Penelitian-penelitian empiris sebelumnya sebagian besar menguji tentang kandungan informasi dividen dengan hasil-hasil yang beragam dan dapat ditinjau dari dua sisi, yaitu (1) melalui reaksi harga saham terhadap pengumuman dividen (Pettit, 1972: 1005; Aharony dan Swary, 1980: 10; Ofer dan Thakor, 1987: 393; Amsari, 1993: 60; Michaely, *et al.*, 1995: 605; Soetjipto, 1997: 79; Sujoko, 1999: 66; Bukit, 2000: 70; Suparmono, 2000: 365; Jin, 2000: 275; Setiawan, 2001: 75; Lee dan Yan, 2003: 465) dan (2) melalui kandungan informasi dividen untuk memprediksi (*signaling*) kinerja keuangan perusahaan di masa mendatang (Miller dan Modigliani, 1961: 430; Ofer dan Siegel, 1987: 999; Healy dan Palepu, 1988: 170; Manakyan dan Carroll, 1990: 208; Aharony dan Do-tan, 1994: 149; Kao dan Wu, 1994: 65; Simons, 1994: 585; Jensen dan Johnson, 1995: 50; Akhigbe dan Madura, 1996: 1285; Gunasekarage, *et al.*, 1996: 245; DeAngelo, *et al.*, 1996: 369, 2000: 350; Benartzi, *et al.*, 1997: 1033; Brook, *et al.*,

1998: 56; Charitou dan Vafeas, 1998: 245; Aivazian, *et al.*, 1999: 6; Arsyah, 1999: 145; Billings dan Morton, 1999: 30; Koch dan Shenoy, 1999: 32; Nissim dan Ziv, 2001: 2131; Fuller dan Thakor, 2002: 33; Gunasekarage dan Power, 2002: 149; Arnott dan Asness, 2003: 85;

Grullon, *et al.*, 2002: 422, 2003: 28; Habbe, 2003: 480; Warastuti, 2003: 460; Tse, 2005: 22; Kurniawan, *et al.*, 2005: 28). Ringkasan simpulan hasil penelitian-penelitian terdahulu tersebut disajikan pada Tabel 1 berikut ini:

Tabel 1
Ringkasan Simpulan Hasil Penelitian Terdahulu

| No. | Tahun Jurnal | Nama Peneliti | Simpulan Hasil Penelitian | Arah (Sb hm... Sdh) |
|-----|-----------------|-----------------------------------|---|--------------------------|
| 1 | 1973 | Watts | Hubungan antara dividen saat ini dan laba masa depan adalah positif tetapi tidak sangat kuat. | Positif (Lebih Buruk) |
| 2 | 1994 | Aharony & Dotan | Laba terus meningkat setelah peningkatan dalam dividen. | Positif (Lebih Buruk) |
| 3 | 1995 | Jensen & | Penurunan dividen diikuti oleh kinerja keuangan yang makin baik dalam perusahaan. Terjadi penurunan laba sebelum pengurangan dividen dan terjadi peningkatan | Positif (Lebh Buruk) |
| 4 | 1996 | Johnson Akhigbe & Madura | laba setelah pengurangan dividen tersebut. Perusahaan akan mengalami pertumbuhan, investasi modal, tingkat sensitivitas keuangan, dan jumlah laba dalam dollar yang lebih tinggi secara signifikan setelah inisiasi dividen. | Positif (Lebih Buruk) |
| 5 | 1999 | Billings & Morton | Perusahaan yang melakukan omisi dividen akan mengalami pertumbuhan, investasi modal, dan laba yang lebih rendah. Dividen dan perubahan dividen berhubungan positif dengan laba masa depan. | Positif (Lebih Buruk) |
| 6 | 2000 | Suparmono | Perusahaan yang melakukan perubahan dividen mempunyai pertumbuhan laba yang secara signifikan lebih cepat daripada perusahaan yang tidak melakukan perubahan dividen. | Positif (Lebih Buruk) |
| 7 | 2001 | Nissim & Ziv | Perubahan dividen berhubungan positif dengan perubahan laba dalam setiap dua tahun setelah perubahan dividen. | Positif (Lebih Buruk) |
| 8 | 2002 | Fuller & Thakor | Perusahaan dengan kinerja sebelumnya yang paling buruk membayarkan dividen yang paling rendah, dan sebaliknya. | Positif (Lebih Buruk) |
| 9 | 2003 | Arnott & Asness | <i>Payout ratios</i> yang rendah mendahului pertumbuhan laba yang rendah. Terdapat hubungan yang positif antara <i>payout ratios</i> dan pertumbuhan laba berikutnya. | Positif (Lebih Buruk) |
| 10 | 2003 | Grullon, dkk. | Perubahan dividen secara negatif berhubungan dengan perubahan dalam profitabilitas di masa depan. | Negatif (Lebih Baik) |
| 11 | 2003 | Habbe | Informasi perubahan dividen berkorelasi positif hanya dengan perubahan laba satu tahun ke depan saja. | Positif (Lebih Buruk) |
| 12 | 2003 | Warastuti | Dividen dan perubahan dividen berhubungan positif dengan laba mendatang, meskipun secara statistik tidak signifikan. | Positif (Lebih Buruk) |

Lanjutan Tabel 1

| | | | | |
|----|------|--------------------|---|--------------------------|
| 13 | 2005 | Hannawati | Kebijakan dividen secara periodik berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan dividen yang paling dominan mempengaruhi nilai perusahaan. | Positif (Lebih Buruk) |
| 14 | 2008 | Kurniawan | Perubahan yang meningkatkan dividen menunjukkan peningkatan yang signifikan dalam profil keuangan mereka setelah periode pengumuman dividen. Perubahan yang menurunkan dividen menunjukkan penurunan yang signifikan dalam profil keuangan mereka setelah periode pengumuman dividen. | Positif (Lebih Buruk) |
| 15 | 2005 | Suharti & Cikarina | Tingkat profitabilitas dan likuiditas memiliki hubungan yang positif/negatif dengan profitabilitas. Tingkat leverage memiliki hubungan yang negatif/tidak searah dengan dividen. | Positif (Lebih Buruk) |

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah membayar dividen kas, maka dirumuskan hipotesis alternatif konsep (H_a) sebagai berikut:

H_a : Kinerja keuangan perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih baik daripada kinerja keuangan perusahaan sebelum membayar dividen kas.

Untuk menguji apakah masing-masing rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan sebelum membayar dividen kas berbeda secara signifikan dengan rasio keuangan perusahaan sesudah membayar dividen kas, maka dirumuskan hipotesis alternatif operasional (H_{a1} - H_{a6}) sebagai berikut:

H_{a1} : *Short-term liquidity ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih tinggi daripada *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas.

H_{a2} : *Long-term solvency ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih tinggi daripada *long-term solvency ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas.

H_{a3} : *Profitability ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih tinggi daripada *profitability ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas.

H_{a4} : *Productivity/efficiency ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih tinggi daripada *productivity/efficiency ratios*

perusahaan sebelum membayar dividen kas.

H_{a5} : *Investment intensiveness ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih tinggi daripada *investment intensiveness ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas.

H_{a6} : *Indebtedness/equity ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih tinggi daripada *indebtedness/equity ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas.

Perumusan hipotesis alternatif operasional (H_{a1} sampai dengan H_{a6}) berdasarkan pada *signaling theory* yang digunakan dalam penelitian-penelitian terdahulu, yaitu manajer menggunakan dividen untuk memberikan isyarat atau sinyal dari perusahaan kepada pasar bursa bahwa -kenaikan dividen merupakan suatu sinyal yang diberikan oleh manajemen perusahaan kepada investor bahwa prospek perusahaan akan menjadi lebih baik di masa mendatang. Kenyataannya, pembayaran dividen kas di Indonesia merupakan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan berdasarkan persentase tertentu dari laba yang telah ditentukan dalam laporan prospektus ketika perusahaan melakukan penawaran umum pertama kali. Pembayaran dividen kas berdasarkan persentase tertentu dari laba tersebut kemungkinan akan mengurangi jumlah uang kas yang dimiliki oleh perusahaan dan akan mengurangi aliran kas bebas yang tersedia bagi perusahaan untuk diinvestasikan ke dalam proyek-proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif dan yang dapat memberikan penghasilan tambahan (*perquisites*) bagi manajer. Hal ini dapat

mengurangi likuiditas dan prospek perusahaan di masa depan, dan akhirnya mengakibatkan kinerja keuangan perusahaan sebelum membayarkan dividen kas kemungkinan lebih baik daripada kinerja keuangan perusahaan sesudah membayarkan dividen kas.

Untuk mengontrol bahwa peningkatan atau penurunan kinerja keuangan perusahaan disebabkan oleh pembayaran dividen kas dan bukan disebabkan oleh manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan, maka dalam penelitian ini juga akan diuji apakah perusahaan melakukan manajemen laba atau tidak dan seberapa besar manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan tersebut. Hal ini diperlukan agar kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pembayaran dividen kas yang akan dianalisis ini benar-benar hanya dipengaruhi oleh pembayaran dividen kas saja dan bukan karena adanya manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan.

Teknik sampling data yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu (1) semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang membayar dividen kas tahunan rutin saham biasa pada tahun 2000-2004, tetapi tidak membayar dividen kas tahunan rutin saham biasa 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah tahun yang bersangkutan. Hal ini dikarenakan agar perusahaan hanya dipengaruhi oleh pembayaran dividen kas pada tahun yang bersangkutan saja dan tidak dipengaruhi oleh pembayaran-pembayaran dividen kas pada tahun sebelum dan sesudah tahun yang bersangkutan, mengingat bahwa pembayaran dividen kas biasanya dilakukan secara tahunan oleh perusahaan. Sumber data perusahaan manufaktur yang membayarkan dividen kas berasal dari *Fact Book* dan Pusat Pengembangan Akuntansi Fakultas Ekonomi Univer-

sitas Gadjah Ma-da Yogyakarta (PPA FEB UGM); (2) semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang melaporkan laporan keuangan perusahaan tahunan pada tahun 1998-2006 (2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah tahun 2000-2004). Sumber data untuk rasio-rasio keuangan berasal dari www.idx.co.id dan *Indonesian Capital Market Directory*.

Kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini dinilai melalui sejumlah rasio keuangan. Rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio-rasio keuangan yang berkaitan dengan laba perusahaan manufaktur di masa depan (Machfoedz, 1994: 130; Asyik dan Soelistyo, 2000: 328), karena besarnya dividen kas yang dibayarkan sangat tergantung pada besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Kategori rasio-rasio keuangan tersebut adalah *short-term liquidity ratios*, *long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/equity ratios*. Daftar kategori rasio-rasio keuangan yang digunakan disajikan pada Tabel 2.

Dividen adalah proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya (Baridwan, 1996: 76). Dividen dalam penelitian ini merupakan dividen kas tahunan rutin saham biasa yang dibayarkan oleh perusahaan berdasarkan keputusan hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan prospektus perusahaan. Manajemen laba adalah intervensi manajemen dalam proses penyusunan pelaporan keuangan eksternal sehingga dapat menaikkan atau menurunkan laba akuntansi (Scott, 1997: 236). Dalam penelitiannya, Jones (1991: 219) menggunakan total akrual sebagai sumber dari manajemen laba. Secara lebih spesifik lagi,

Tabel 2
Daftar Kategori Rasio-rasio Keuangan yang Digunakan

| Kategori | Rasio |
|---------------------------------|--|
| <i>Short-term liquidity</i> | <i>Cash Flow to Current Liabilities (CFCL)</i> |
| <i>Long-term solvency</i> | <i>Long Term Debt to Total Assets (LTDTA)</i> |
| <i>Profitability</i> | <i>Sales to Total Assets (STA)</i> |
| <i>Productivity/efficiency</i> | <i>Quick Assets to Inventory (QAI)</i> |
| <i>Investment intensiveness</i> | <i>Net Worth to Sales (NWS)</i> |
| <i>Indebtedness/equity</i> | <i>Net Worth to Total Liabilities (NWTL)</i> |

akrual diskresioner digunakan sebagai ukuran dari manipulasi laba manajer selama investigasi pembebasan impor. Seperti yang dilakukan oleh Jones (1991: 220), penelitian ini juga memfokuskan pada akrual diskresioner sebagai ukuran manajemen laba.

Dalam penelitiannya, Guay, *et al.* (1996: 103) menemukan bahwa hanya model Jones (1991: 220) dan *Modified Jones* (Dechow, *et al.*, 1995: 221) yang terlihat potensial untuk memberikan estimasi yang *reliable* (dapat dipercaya) dari akrual diskresioner. Penelitian ini menggunakan model *Modified Jones* (Dechow, *et al.*, 1995: 221), yaitu menggunakan *total accrual* (TAC) yang diklasifikasikan menjadi komponen *discretionary* (DTAC) dan *non-discretionary* (NDTAC):

TAC = laba bersih (*net income*) – arus kas operasi (*cash flow from operation*) (1)
 Nilai *total accrual* yang diestimasi dengan persamaan regresi OLS sebagai berikut:

$$TAC_t/TA_{t-1} = a_1[1/TA_{t-1}] + a_2[\Delta SAL_t/TA_{t-1}] + a_3[PPE_t/TA_{t-1}] + \phi t \dots\dots\dots (2)$$

Dengan menggunakan koefisien regresi di atas (a_1 , a_2 , dan a_3), nilai *non-discretionary accrual* (NDTAC) dapat dihitung dengan rumus:

$$NDTAC = \hat{a}_1[1/TA_{t-1}] + \hat{a}_2[(\Delta SAL_t - \Delta REC_t)/TA_{t-1}] + \hat{a}_3[PPE_t/TA_{t-1}] \dots\dots\dots (3)$$

Selanjutnya *discretionary accrual* (DTAC) dapat dihitung sebagai berikut:

$$DTAC_t = TAC_t/TA_{t-1} - NDTAC \dots\dots\dots (4)$$

Di mana: TAC = *total accrual* dalam periode t; NDTAC = *non-discretionary accrual*; DTAC = *discretionary accrual*; TA = total aset periode t; ΔSAL_t = perubahan penjualan bersih dalam periode t; ΔREC_t = perubahan piutang bersih dalam periode t; PPE = *property, plan, dan equipment*; a_1 , a_2 , a_3 = koefisien regresi persamaan (2); \hat{a}_1 , \hat{a}_2 , \hat{a}_3 = *fitted coefficient* yang diperoleh dari hasil regresi persamaan (2).

Langkah-langkah yang dilakukan dalam penelitian ini adalah (1) melakukan penghitungan rasio-rasio keuangan perusahaan sampel; (2) melakukan pengujian statistik metoda tes parametrik uji t untuk dua sampel berpasangan (*paired sample t test*) dengan

SPSS 15. Perbandingan kinerja keuangan perusahaan sampel sebelum dan sesudah pembayaran dividen kas dilakukan secara antarwaktu, yaitu (a) kinerja keuangan perusahaan 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah pembayaran dividen kas (1-1), (b) kinerja keuangan perusahaan 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah pembayaran dividen kas (1-2), (c) kinerja keuangan perusahaan 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah pembayaran dividen kas (2-1), dan (d) kinerja keuangan perusahaan 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah pembayaran dividen kas (2-2). Sebelum melakukan pengujian ini, dilakukan terlebih dahulu pengujian Kolmogorov-Smirnov untuk menguji kenormalan distribusi data sebagai salah satu syarat penggunaan tes parametrik; dan (3) melakukan penghitungan akrual diskresioner (*discretionary accrual*) perusahaan sampel untuk melihat indikasi terjadinya manajemen laba dalam laporan keuangan yang dilaporkan oleh perusahaan.

HASIL PENELITIAN

Hasil pengujian Kolmogorov-Smirnov untuk menguji kenormalan distribusi data adalah bahwa data rasio-rasio keuangan *Cash Flow to Current Liabilities* (CFCL), *Quick Assets to Inventory* (QAI), dan *Net Worth to Total Liabilities* (NWTL) mempunyai sebaran data yang tidak normal (tidak berdistribusi normal), sehingga dilakukan transformasi data, yaitu mengubah data ke bentuk natural (LN), kemudian dilakukan pengujian ulang. Hasilnya adalah bahwa data rasio-rasio keuangan tersebut telah berdistribusi normal, yaitu dengan angka *Asymp. Sig. (2-tailed)* berada di atas atau lebih besar daripada 0,05.

Berdasarkan hasil perhitungan tabel t untuk tingkat signifikansi (α) sebesar 5%, derajat kebebasan (df) sebanyak 41 (jumlah data (42) – 1), dan uji dilakukan dua sisi (*Two Tailed Test*), maka diperoleh t tabel sebesar 2,0195. Hasil statistik hitung (angka t output) pada Tabel 3 sampai dengan Tabel 6 menunjukkan bahwa *short-term liquidity ratios* (CFCL) perusahaan sesudah membayarkan dividen kas berbeda secara nyata (lebih rendah) dengan *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum membayarkan dividen kas, baik untuk periode 1-1, 1-2, 2-1, maupun 2-2. Dengan kata lain, pembayaran dividen kas mempengaruhi *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum dan sesudah

perusahaan membayarkan dividen kas, karena pembayaran dividen kas merupakan pengeluaran uang kas/tunai yang tidak sedikit bagi perusahaan, sehingga akan dapat mempengaruhi likuiditas perusahaan dalam jangka pendek (*short-term liquidity ratios*

perusahaan).

Hasil statistik hitung (angka t output) menunjukkan bahwa *long-term solvency ratios (LTDA)*, *profitability ratios (STA)*, *productivity/efficiency ratios (QAI)*, *investment intensiveness ratios*

Tabel 3
Paired Samples Test 1-1

| | Mean | Paired Differences | | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|-------------------------|---------|--------------------|-----------------|--|---------|----|-----------------|
| | | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference Lower Upper | | | |
| CFCL1SBLM - CFCL1SSDH | 0,509 | 2,077 | 0,320 | (0,138) 1,156 | 1,589 | 41 | 0,000 |
| LTDTA1SBLM - LTDTA1SSDH | (2,378) | 1,684 | 0,260 | (2,903) (1,853) | (9,154) | 41 | 0,120 |
| STA1SBLM - STA1SSDH | (0,688) | 0,581 | 0,090 | (0,869) (0,507) | (7,676) | 41 | 0,117 |
| QAI1SBLM - QAI1SSDH | 0,190 | 0,746 | 0,115 | (0,042) 0,423 | 1,651 | 41 | 0,106 |
| NWS1SBLM - NWS1SSDH | 0,197 | 0,821 | 0,127 | (0,059) 0,453 | 1,554 | 41 | 0,128 |
| NWTL1SBLM - NWTL1SSDH | 0,151 | 0,976 | 0,151 | (0,153) 0,455 | 1,003 | 41 | 0,322 |

Tabel 4
Paired Samples Test 1-2

| | Mean | Paired Differences | | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|-------------------------|---------|--------------------|-----------------|--|---------|----|-----------------|
| | | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference Lower Upper | | | |
| CFCL1SBLM - CFCL2SSDH | 0,547 | 2,615 | 0,404 | (0,268) 1,362 | 1,356 | 41 | 0,000 |
| LTDTA1SBLM - LTDTA2SSDH | (2,325) | 1,532 | 0,236 | (2,802) (1,847) | (9,837) | 41 | 0,183 |
| STA1SBLM - STA2SSDH | (0,011) | 0,507 | 0,078 | (0,169) 0,147 | (0,143) | 41 | 0,887 |
| QAI1SBLM - QAI2SSDH | 0,222 | 0,824 | 0,127 | (0,035) 0,479 | 1,746 | 41 | 0,088 |
| NWS1SBLM - NWS2SSDH | (0,027) | 0,828 | 0,128 | (0,285) 0,231 | (0,209) | 41 | 0,835 |
| NWTL1SBLM - NWTL2SSDH | (0,083) | 1,069 | 0,165 | (0,417) 0,250 | (0,506) | 41 | 0,616 |

Tabel 5
Paired Samples Test 2-1

| | Mean | Paired Differences | | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|-------------------------|---------|--------------------|-----------------|--|----------|----|-----------------|
| | | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference Lower Upper | | | |
| CFCL2SBLM - CFCL1SSDH | 0,155 | 2,000 | 0,309 | (0,468) 0,779 | 0,504 | 41 | 0,017 |
| LTDTA2SBLM - LTDTA1SSDH | (3,294) | 2,107 | 0,325 | (3,951) (2,638) | (10,135) | 41 | 0,618 |
| STA2SBLM - STA1SSDH | (0,118) | 0,502 | 0,077 | (0,275) 0,038 | (1,525) | 41 | 0,135 |
| QAI2SBLM - QAI1SSDH | 0,196 | 0,789 | 0,122 | (0,050) 0,442 | 1,609 | 41 | 0,115 |
| NWS2SBLM - NWS1SSDH | (0,112) | 0,999 | 0,154 | (0,424) 0,199 | (0,729) | 41 | 0,470 |
| NWTL2SBLM - NWTL1SSDH | (0,326) | 1,118 | 0,172 | (0,674) 0,022 | (1,889) | 41 | 0,086 |

Tabel 6
Paired Samples Test 2-2

| | Paired Differences | | | | t | df | Sig. (2-tailed) | |
|-------------------------|--------------------|----------------|-----------------|---|---------|---------|--------------------|-------|
| | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | | | |
| | | | | Lower | | | | Upper |
| CFCL2SBLM - CFCL2SSDH | 0,688 | 2,219 | 0,342 | (0,003) | 1,380 | 2,011 | 41 | 0,031 |
| LTDTA2SBLM - LTDTA2SSDH | (3,005) | 2,129 | 0,329 | (3,668) | (2,341) | (9,146) | 41 | 0,110 |
| STA2SBLM - STA2SSDH | 0,068 | 0,683 | 0,105 | (0,145) | 0,281 | 0,645 | 41 | 0,522 |
| QAI2SBLM - QAI2SDH | 0,334 | 1,152 | 0,178 | (0,024) | 0,693 | 1,882 | 41 | 0,167 |
| NWS2SBLM - NWS2SSDH | (0,299) | 0,858 | 0,132 | (0,566) | (0,031) | (2,255) | 41 | 0,130 |
| NWTL2SBLM - NWTL2SDH | (0,307) | 1,182 | 0,182 | (0,675) | 0,061 | (1,684) | 41 | 0,100 |

(NWS), dan *indebtedness/equity ratios* (NWTL) perusahaan sesudah membayar dividen kas relatif sama atau tidak berbeda secara nyata dengan *long-term solvency ratios* (LTDA), *profitability ratios* (STA), *productivity/efficiency ratios* (QAI), *investment intensiveness ratios* (NWS), dan *indebtedness/equity ratios* (NWTL) perusahaan sebelum membayar dividen kas, baik untuk periode 1-1, 1-2, 2-1, maupun 2-2. Dengan kata lain, pembayaran dividen kas tidak mempengaruhi *long-term solvency ratios* (LTDA), *profitability ratios* (STA), *productivity/efficiency ratios* (QAI), *investment intensiveness ratios* (NWS), dan *indebtedness/equity ratios* (NWTL) perusahaan sebelum dan sesudah perusahaan membayar dividen

kas. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa informasi kebijakan dividen sebagai teori sinyal di Indonesia adalah tidak tepat, karena informasi dividen tidak dapat digunakan sebagai sinyal untuk prospek laba perusahaan di masa depan. Hal ini terbukti dari hasil pengujian *profitability ratios* perusahaan sebelum dan sesudah membayarkan dividen kas, baik untuk periode 1-1, 1-2, 2-1, maupun 2-2, adalah sama atau tidak berbeda (tidak terdapat peningkatan atau penurunan di dalam profitabilitas perusahaan).

Output statistik deskriptif dan *one-sample test* pada Tabel 7 menunjukkan bahwa tidak terdapat indikasi terjadinya manajemen laba pada perusahaan sampel pada tahun 1998-2006 yang dapat diketahui

Tabel 7
One-Sample Test Discretionary Accrual

| | t | df | Sig. (2-tailed) | Test Value = 0 | | |
|----------|---------|-----|--------------------|-----------------|---|---------|
| | | | | Mean Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | Lower | Upper |
| DTAC_98 | (1,823) | 20 | 0,083 | (0,143) | (0,306) | 0,021 |
| DTAC_99 | (1,097) | 25 | 0,283 | (0,098) | (0,281) | 0,086 |
| DTAC_00 | 1,480 | 8 | 0,177 | 0,366 | (0,204) | 0,935 |
| DTAC_01 | (6,072) | 24 | 0,000 | (0,085) | (0,114) | (0,056) |
| DTAC_02 | (1,463) | 25 | 0,156 | (0,018) | (0,044) | 0,008 |
| DTAC_03 | (9,884) | 8 | 0,000 | (0,164) | (0,202) | (0,125) |
| DTAC_04 | (3,028) | 3 | 0,056 | (0,247) | (0,507) | 0,013 |
| DTAC_05 | (1,330) | 20 | 0,079 | (0,097) | (0,178) | 0,029 |
| DTAC_06 | 1,256 | 15 | 0,187 | 0,323 | (0,302) | 0,876 |
| DTAC_GAB | (2,110) | 151 | 0,089 | (0,057) | (0,204) | 0,007 |

dari rata-rata akrual diskresioner (DTAC) yang negatif sebesar 0,057 (hampir mendekati atau sama dengan 0) dan tidak signifikan (lebih besar daripada 0,05). Oleh karena itu, kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah membayar dividen kas benar-benar disebabkan oleh pembayaran dividen kas dan bukan oleh manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan.

PEMBAHASAN

Hasil analisis statistik tes parametrik (uji t untuk dua sampel berpasangan) yang telah dilakukan menunjukkan bahwa *short-term liquidity ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas berbeda secara nyata (lebih rendah) dengan *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas; baik untuk periode 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah membayar dividen kas (1-1), 1 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah membayar dividen kas (1-2), 2 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah membayar dividen kas (2-1), maupun 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah membayar dividen kas (2-2).

Dengan demikian, hipotesis alternatif (H_a1) penelitian ini, yaitu bahwa “*short-term liquidity ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih tinggi daripada *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas” ditolak. Pembayaran dividen kas memang dapat mempengaruhi *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum dan sesudah perusahaan membayar dividen kas, namun pengaruh pembayaran dividen kas tersebut justru dapat mengurangi/menurunkan *short-term liquidity ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas, sehingga “*short-term liquidity ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih rendah daripada *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas.” Hal ini dapat terjadi karena dividen kas merupakan pengeluaran uang kas yang tidak sedikit bagi perusahaan, sehingga bisa jadi juga dapat mempengaruhi (menurunkan) likuiditas perusahaan dalam jangka pendek (*short-term liquidity ratios* perusahaan).

Hasil analisis statistik tes parametrik (uji t untuk dua sampel berpasangan) yang telah dilakukan menunjukkan bahwa *long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity-/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/-equity*

ratios perusahaan sebelum membayar dividen kas relatif sama atau tidak berbeda secara nyata dengan *long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/-equity ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas; baik untuk periode 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah membayar dividen kas (1-1), 1 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah membayar dividen kas (1-2), 2 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah membayar dividen kas (2-1), maupun 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah membayar dividen kas (2-2).

Dengan demikian, hipotesis alternatif ($H_a2 - H_a6$) penelitian ini, yaitu bahwa “kinerja keuangan perusahaan (*long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity-/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/-equity ratios* perusahaan) sesudah membayar dividen kas lebih baik (lebih tinggi) daripada kinerja keuangan perusahaan (*long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity-/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/-equity ratios* perusahaan) sebelum membayar dividen kas” ditolak. Pembayaran dividen ternyata tidak mempengaruhi *long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/-equity ratios* perusahaan sebelum dan sesudah perusahaan membayar dividen kas. Hal ini dapat terjadi karena dividen tersebut dibayarkan secara langsung (tunai) dan tidak terutang, sehingga kemungkinan tidak akan mempengaruhi kinerja keuangan jangka panjang perusahaan. Hal ini diakibatkan karena perusahaan-perusahaan di Indonesia banyak yang membayar dividen sebagai keputusan jangka pendek.

Kebijakan dividen di Indonesia ditentukan berdasarkan hasil dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan bukan ditentukan oleh manajer. Kebijakan jumlah dividen yang akan dibagikan tersebut merupakan persentase tertentu dari jumlah laba bersih atau dasar lainnya yang diungkapkan dalam prospektus perusahaan. Oleh karena itu, informasi kebijakan dividen sebagai sinyal untuk prospek laba perusahaan Indonesia di masa depan adalah tidak tepat karena informasi dividen memang bukan merupakan sinyal yang diberikan oleh manajer tentang kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Manajer tidak

mempunyai wewenang untuk menentukan besaran dividen yang akan dibayarkan. Hal ini terbukti dari hasil pengujian *profitability ratios* perusahaan sebelum dan sesudah membayar dividen kas; baik untuk periode 1 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah membayar dividen kas (1-1), 1 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah membayar dividen kas (1-2), 2 tahun sebelum dan 1 tahun sesudah membayar dividen kas (2-1), maupun 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah membayar dividen kas (2-2), adalah sama atau tidak berbeda (tidak terdapat peningkatan atau penurunan di dalam profitabilitas perusahaan).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian statistik tes parametrik (uji t untuk dua sampel berpasangan) maka dapat disimpulkan bahwa (1) pembayaran dividen kas akan mempengaruhi *short-term liquidity ratios* perusahaan (*short-term liquidity ratios* perusahaan sesudah membayar dividen kas lebih rendah daripada *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum membayar dividen kas); sedangkan rasio-rasio keuangan perusahaan yang lain (*long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/equity ratios*) relatif sama atau tidak terpengaruh oleh pembayaran dividen kas. Dengan kata lain, pembayaran dividen kas hanya akan mempengaruhi kinerja keuangan (likuiditas) perusahaan dalam jangka pendek, yaitu 1 sampai 2 tahun sesudah pembayaran dividen kas tersebut. Hal ini dapat terjadi karena dividen kas merupakan pengeluaran uang kas yang tidak sedikit bagi perusahaan, sehingga bisa jadi juga dapat mempengaruhi (menurunkan) likuiditas perusahaan dalam jangka pendek (*short-term liquidity ratios* perusahaan); (2) informasi kebijakan dividen sebagai teori sinyal di Indonesia adalah tidak tepat karena hasil pengujian statistik tes parametrik menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan (peningkatan atau penurunan) di dalam profitabilitas (*profitability ratios*) perusahaan, sehingga informasi dividen tidak dapat digunakan sebagai sinyal untuk prospek laba perusahaan Indonesia di masa depan.

Saran

Penelitian ini belum mempertimbangkan *confounding effects* yang juga dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, seperti faktor sumber daya manusia, faktor strategi perusahaan, faktor persaingan, dan faktor keadaan ekonomi negara. Hal ini karena tidak tersedianya data untuk faktor-faktor kualitatif tersebut. Pada penelitian yang akan datang dapat dilakukan penelitian serupa dengan mempertimbangkan (1) penggunaan sampel perusahaan yang berasal dari sektor selain manufaktur (non-manufaktur), misalnya sektor perbankan; (2) pengujian kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pembagian dividen selain dividen kas, misalnya dividen saham; (3) penggunaan rasio-rasio keuangan yang lain selain rasio-rasio keuangan yang telah diuji dalam penelitian ini, misalnya rasio-rasio keuangan dalam *Capital Adequacy, Assets Quality, Management, Earnings*, dan *Liquidity* (CAMEL); (4) pertimbangan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan selain manajemen laba, misalnya dengan mempertimbangkan faktor ukuran perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph, dan Itzhak Swary. 1980. Quarterly Dividends and Earnings Announcement and Stockholders' Return: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35 (Maret): 1-12.
- _____, dan A. Dotan. 1994. Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis. *Financial Review*, 29: 125-151.
- Aivazian, Varouj, Laurence Booth dan Sean Cleary. 1999. *Signalling, Dividends and Financial Structure: Implications from Cross Country Comparisons*. Working Paper, University of Toronto, www.ssrn.com.
- Akhigbe, Aigbe, dan Jeff Madura. 1996. Dividend Policy and Corporate Performance. *Journal of*

- Business Finance & Accounting*, 23 (9) & (10): 1267-1287.
- Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, September: 589-609.
- Amsari, M. I. 1993. *Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Harga Saham di Pasar Modal Indonesia*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Arnott, R. D. dan C. S. Asness. 2003. Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. *Financial Analysts Journal*, January/February: 70-87.
- Arsyah, Yan. 1999. Pengaruh Perubahan Dividen Terhadap *Future Earnings*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 1 (2): 134-148.
- Asyik, N. F. dan Soelistyo. 2000. Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Laba (Penetapan Rasio Keuangan Sebagai *Discriminator*). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 15 (3): 313-331.
- Baridwan, Zaki. 1996. *Intermediate Accounting*. BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.
- Barnes, P. 1987. The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article. *Journal of Business & Accounting*, 14 (4): 449-461.
- Beaver, W. H. 1966. Financial Ratios as Predictors of Failure: Empirical Research in Accounting. *Journal of Accounting Research*, Supplement: 521-531.
- BEJ (Bursa Efek Jakarta). 2000. *Keputusan Direksi P.T. Bursa Efek Jakarta tentang Perdagangan Efek*. www.jsx.co.id.
- Benartzi, S., R. Michaely, dan R. H. Thaler. 1997. Do Changes in Dividend Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, 52 (3): 1007-1034.
- Billings, Bruce K. dan Morton, Richard M. 1999. *Do Stock Prices Fully Reflect Information in Dividends about Future Earnings?* Working Paper, www.ssrn.com: 1-31.
- Brook, Yaron, W. T. Charlton, Jr., dan R. J. Hendershott. 1998. Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases? *Financial Management*, 27 (3): 46-57.
- Bukit, Rina Br. 2000. *Reaksi Pasar terhadap Dividend Initiations dan Dividend Omissions: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Charitou, A., dan N. Vafeas. 1998. The Association between Operating Cash Flow and Dividend Changes: An Empirical Investigation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (1) & (2): 225-248.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, dan D. J. Skinner. 1996. Reversal of Fortune: Dividend Policy and the Disappearance of Sustained Earnings Growth. *Journal of Financial Economics*, 40: 341-371.
- , -----, dan -----, 2000. Special Dividends and the Evolution of Dividends Signalling. *Journal of Financial Economics*, 57 (September): 309-354.
- Dechow, P., R. Sloan, dan A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, April: 193-225.
- Fuller, Kathleen, dan Anjan Thakor. 2002. *Signaling, Free Cash Flow, and "Nonmonotonic" Dividends*. Working Papers, www.ssrn.com: 1-35.
- Grullon, G., R. Michaely, dan B. Swaminathan. 2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business* 75: 387-424.

- _____. Michaely, S. Benartzi, dan R. H. Thaler. 2003. Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *Working Paper*, Rice University, www.ssrn.com: 1-36.
- Gunasekarage, A. A., D. M. Power, dan C. D. Sinclair. 1996. The Influence of Company Financial Performance on The Interpretation of Dividend and Earnings Signals: A Study of Accounting and Market Base Data. *British Accounting Review*, 28: 229-247.
- _____. 2002. The Post-Announcement Performance of Dividend-Changing Companies: The Dividend-Signalling Hypothesis Revisited. *Journal of Accounting and Finance*, 42: 131-151.
- Guay, W. R., S. P. Kothari, dan R. L. Watts. 1996. A Market-Based Evaluation of Discretionary Accruals Models. *Journal of Accounting Research*, 34 (Supplement): 83-105.
- Habbe, A. Hamid. 2003. *Tambahan Kandungan Informasi Perubahan Dividen Tentang Profitabilitas Perusahaan Di Masa Yang Akan Datang*. Simposium Nasional Akuntansi VI: 473-486.
- Healy, P. M., dan K.G. Palepu. 1988. Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *Journal of Financial Economics*, 21: 149-176.
- Horrigan, James O. 1965. Some Empirical Bases of Financial Ratio Analysis. *The Accounting Review*, July: 558-568.
- _____. 1968. A Short History of Financial Ratio Analysis. *The Accounting Review*, April: 284-294.
- Jensen, G. R., dan J. M. Johnson. 1995. The Dynamics of Corporate Dividends Reductions. *Financial Management*, 24 (4): 31-51.
- Jin, Zhenhu. 2000. On the Differential Market Reaction to Dividend Initiations. *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 40: 263-277.
- Jones, J. J. 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2): 193-228.
- Kao, Chihwa dan Chunchi Wu. 1994. Test of Dividend Signalling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach. *Journal of Business*, 67 (January): 45-68.
- Koch, Paul D., dan Catherine Shenoy. 1999. The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. *Financial Management*, 28 (Winter): 16-35.
- Kurniawan, Bobby, Syahril Ali, dan Rahmat Febrianto. 2005. *Post-Dividend Announcement Performance of Listed Companies in Indonesia: A Test of Dividend Signaling Hypothesis*. Simposium Nasional Akuntansi VIII: 23-36.
- Lee, B. S., dan Nairong Allen Yan. 2003. The Market's Differential Reactions to Forward-Looking and Backward-Looking Dividend Changes. *The Journal of Financial Research*, 26 (Winter): 449-468.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia. *Kelola*, 7 (III): 114- 137.
- Manakyan, Herman, dan Carolyn Carroll. 1990. An Empirical Examination of The Existence of A Signaling Value Function For Dividends. *The Journal of Financial Research*, 13 (3): 201-210.
- Michaely, Roni, Richard H. Thaler, dan Kent L. Womack. 1995. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drifts? *The Journal of Finance*, 50 (Juni): 573-608.
- Miller, M. H., dan F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34: 411-433.

- Nissim, D., dan A. Ziv. 2001. Dividends Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance*, 56(6): 2111-2133.
- Ofer, Aharon R., dan Daniel R. Siegel. 1987. Corporate Financial Policy, Information and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividend. *The Journal of Finance*, 42 (September): 889-910.
- _____, dan A. V. Thakor. 1987. A Theory of Stock Prices Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends. *The Journal of Finance*, 42: 365-394.
- Pettit, R. R. 1972. Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 27: 993-1007.
- Puspitasari, D. A., dan B. Witono. 2004. Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai Ditinjau dari Kenaikan dan Penurunan Dividen terhadap Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 3 (2): 107-126.
- Scott, William R. 1997. *Financial Accounting Theory*. USA: Prentice-Hall International, Inc.
- Setiawan, Doddy. 2001. *Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Simons, Kathleen. 1994. The Relationship between Dividend Changes and Cash Flow: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (4): 577-586.
- Soetjipto, K. 1997. *Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Harga Saham di Pasar Modal Indonesia*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Sujoko. 1999. *Analisis Kandungan Informasi dan Ketepatan Reaksi Pasar: Pengujian terhadap Dividend Signalling Theory Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Suparmono. 2000. Dividend Announcement Effects on Stock Return: A Test of Signalling Hypothesis in the Indonesian Stock Market. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 2 (September): 351-368.
- Tse, Chin-Bun. 2005. Use Dividends to Signal or Not: An Examination of the UK Dividend Payout Patterns. *Managerial Finance*, 31 (4), 12-25.
- Warastuti, Yusni. 2003. *Analisis Kemampuan Harga Saham Dalam Mencerminkan Informasi Laba Dan Dividen Yang Digunakan Dalam Pembentukan Ekspektasi Laba Mendatang*. Simposium Nasional Akuntansi VI: 457-472.
- Weston, J. F. dan E. F. Brigham. 1990. *Essentials of Managerial Finance, 10th Edition*. International Edition, Orlando FL, The Dryden Press.

KONTRIBUSI INDUSTRI TELEKOMUNIKASI SELULAR TERHADAP PEREKONOMIAN NEGARA

Setiawan

Kementerian Komunikasi dan Informatika Republik Indonesia

E-mail: setiawan@depkominfo.go.id

Rudy Badrudin

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta

Jalan Seturan Yogyakarta 55281

Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155

E-mail: rudy.badrudin@stieykpn.ac.id

ABSTRACT

This research shows the analysis of the contribution of mobile telecommunications industry to the national economy. From this studies has found the supported indicator of mobile telecommunications industry in contributing for the national economy, through expenditure, infrastructure, customer, labor. This research is also mapping the mobile telecommunications industry by viewing the latest conditions and by the contribution to the increasing Gross Domestic Product (GDP). However, the positive things that happen with the increasing performance of mobile telecommunications industry in Indonesia and may encourage other sectors because of the mobile telecommunications industry has the role as a media to increase teledensity in Indonesia, which increased teledensity of 1% will increase the economic growth of 3%. This research is concluding that there were a significantly increasing in the mobile telecommunications industry in each quarter, which is shown high growth level in the mobile telecommunicat industry. The significant variables from the mobile telecommunications industry the economy of the largest infrastructure next customer, workers, and expenditure.

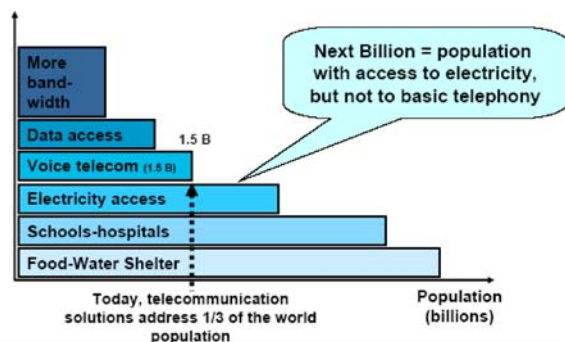
Keywords: Mobile Telecommunications, Expenditure, Infrastructure, Customer, Labor, GDP

PENDAHULUAN

Teknologi telekomunikasi hadir sebagai sarana untuk menghubungkan setiap manusia akan kebutuhan informasinya. Teknologi ini menggunakan sistem jaringan untuk menghubungkan satu perangkat telekomunikasi dengan perangkat telekomunikasi yang lain sesuai dengan kebutuhan informasi dan teknologi telekomunikasi yang digunakan agar informasi dapat disebar dan diakses secara global. Perkembangan teknologi telekomunikasi memberikan dampak langsung terhadap perilaku manusia sebagai pengguna, terutama menyangkut bagaimana manusia berinteraksi antara satu dengan yang lain tanpa mengingat sekat waktu dan tempat. Dengan kemampuannya, teknologi telekomunikasi masa kini semakin memudahkan manusia untuk mencukupi kebutuhan berkomunikasi sehingga menghasilkan informasi yang berkualitas dan strategis untuk pengambilan keputusan, yaitu informasi yang relevan, akurat dan tepat waktu, yang dimanfaatkan untuk keperluan pribadi, bisnis, dan pemerintahan.

Maslow dalam konsep piramida pemenuhan dan penetrasi kebutuhan manusia, teknologi telekomunikasi berada di level piramida berikutnya yang memang belum mampu mencapai seluruh manusia di muka bumi. Meski telah lengkap, akan tetapi konsep yang dikemukakan oleh Maslow ini masih belum

melihat lebih jauh koneksitas antara telekomunikasi dengan bidang lain dalam kehidupan manusia. Maslow melihat berbagai unsur pemenuhan kebutuhan manusia sebagai entitas yang terpisah. Akan tetapi telekomunikasi juga dapat dilihat sebagai entitas yang memiliki koneksitas dengan berbagai entitas kehidupan manusia yang lain. Dengan konsep piramidanya, Maslow memberikan jawaban bagaimana telekomunikasi dapat berpengaruh bagi entitas kehidupan yang lain, serta bagaimana kehidupan dapat mempengaruhi telekomunikasi (Wijaya, 2008: 30).



Gambar 1
Konsep Piramida Pemenuhan dan Penetrasi
Kebutuhan Manusia
Menurut Maslow

Menemukan koneksitas antara telekomunikasi dengan berbagai entitas kehidupan ini, dapat menjadi formula yang ampuh dalam membangun dan memperbaiki kualitas kehidupan manusia. Tantangan utama dalam telekomunikasi saat ini, khususnya di Indonesia adalah mengimplementasikannya sebagai aktivitas pengembangannya bagi perekonomian negara yang bertumpu pada kesejahteraan rakyat.

Sampai dengan awal millenium terdapat kurang lebih 2,5 milyar manusia yang telah terhubung ke telekomunikasi. Maslow membuat perumusan telekomunikasi yang terhubung ke bidang yang menjadi tolok ukur peradaban manusia. Piramida yang dibuat oleh Maslow ini mengelompokkan berbagai kebutuhan manusia dan penetrasinya ke seluruh manusia yang ada di seluruh dunia. Makanan, ketercukupan air, sekolah, rumah sakit, dan akses terhadap listrik adalah kebutuhan awal yang

penetrasinya telah mencapai lebih banyak manusia.

Dengan melihat bidang telekomunikasi memiliki yang mempunyai pengaruh besar terhadap entitas atau bidang kehidupan lain, maka bidang telekomunikasi juga dapat memberikan peluang yang luar biasa besar untuk membangun seluruh potensi yang ada di bangsa Indonesia. Jumlah pengguna telekomunikasi dari tahun ke tahun meningkat jumlahnya. Akhir tahun 2007 yang lalu diprediksi pengguna telekomunikasi telah mendekati angka 100 juta di seluruh Indonesia. Jumlah ini berlipat lebih dari 10 kali dibandingkan yang tercatat mendekati tahun 2000-an yang lalu. Jumlah pengguna telekomunikasi pada waktu itu tidak lebih dari 10 juta. Pada akhir tahun 2011 jumlah ini diperkirakan akan membengkak mendekati nilai 200 juta.

Survei yang telah dilaksanakan oleh *International Telecommunication Union (ITU)* pada tahun 2002 menyimpulkan bahwa pertumbuhan sektor telekomunikasi sebesar 1% akan mengerakkan pertumbuhan ekonomi sebesar 3%. Hasil penelitian ini menunjukkan percepatan pertumbuhan ekonomi dapat dipacu dengan meningkatkan pembangunan dan pengembangan sektor telekomunikasi.

Selama sepuluh tahun terakhir, pasar telekomunikasi selular tumbuh sangat cepat terlihat dari jumlah pelanggan telekomunikasi selular yang meningkat di atas 30% per tahun. Rata-rata pertumbuhan pelanggan telekomunikasi selular selama 2001-2007 mencapai 58,39% per tahun. Sampai kuartal III-2008, jumlah pelanggan selular meningkat 38,8 juta (tumbuh 41,5%) dibanding tahun 2007. Pasar telekomunikasi selular nasional masih dikuasai oleh tiga besar operator, yaitu PT. Telkomsel, PT. Indosat, dan PT. Excelcomindo. Ketiganya menguasai 92% pangsa pasar, sedangkan sisanya 8% harus dibagi untuk pemain lainnya. Tetapi pangsa pasar dari tiga operator selular besar tersebut menurun jika dibandingkan tahun 2007 yang mencapai 94%. Hal ini mencerminkan ketatnya persaingan pada industri telekomunikasi selular setelah beberapa operator selular baru telah beroperasi (Warta Ekonomi, April 2009:18-19).

PT. Telkomsel masih terbesar dengan menguasai pangsa pasar 45,8%, disusul PT. Indosat 26%, dan PT. Excelcomindo 19%. Hingga September 2008, jumlah pelanggan PT. Telkomsel mencapai 60,5 juta, PT. Indosat 35,4 juta, dan PT. Excelcomindo 25,1

juta. Seiring dengan meningkatnya jumlah pelanggan, para operator berlomba-lomba menambah jumlah *base transceiver station* (BTS) guna meningkatkan kapasitas layanan dan memberikan layanan terbaik bagi pelanggannya. Jumlah BTS dari industri telekomunikasi selular meningkat dari 31.000-an pada tahun 2006 menjadi 57.000-an pada tahun 2008.

Teledensitas telekomunikasi selular Indonesia pada periode 1996-2006 terjadi peningkatan jumlah pelanggan selular cukup pesat, dari 560 ribu pelanggan pada tahun 1996 hingga 100 kalinya, menjadi 63,80 juta pada tahun 2006. Dengan demikian, rata-rata pertumbuhan industri telekomunikasi selular Indonesia dalam kurun waktu 1996-2006 sekitar 63% pertahun. Komposisi pelanggan selular Indonesia didominasi 95% pelanggan pra-bayar, dan sisanya 5% pelanggan pasca-bayar (Badan Pengkajian dan Penerapan Teknologi, 2008:16).

Tingkat ketergantungan manusia terhadap media komunikasi yang bernama telepon selular, sebagai terusan dari *fixed-phone* itu sedemikian besar dan dominan. Pola hubungan antarmanusia menjadi semakin dekat, demikian pula dalam konteks penalaran informasi dan komunikasi semakin tanpa hambatan karena berbiaya murah (Effendi, 2009). Merebaknya kemajuan *sains* dan teknologi telah menghadirkan konvergensi pada dunia telekomunikasi, sehingga bidang ini tak lagi berdiri sendiri dan harus menyesuaikan diri untuk berpadu dengan perkembangan dunia komunikasi dan teknologi informatika. Akhirnya, telekomunikasi, multimedia, dan teknologi informatika (*telematika*) menjadi kenyataan yang ikut mengiringi perkembangan dunia telekomunikasi dan dinamisasi kehidupan *manusia*.

Kini telepon selular tidak lagi sekadar menjadi alat pengirim atau penerima berita tetapi perannya telah semakin meluas. Di era konvergensi ini, teknologi telekomunikasi menjadi media multiguna yang bertumpukan pada muatan teks, suara, gambar, serta model komunikasi berbasis data (*internet*). Industri telekomunikasi selular juga mempunyai peranan utama sebagai penyedia media komunikasi dan mengakses data (*internet*) karena dengan teknologi jaringan selular yang ada, seperti *general packet radio service* (GPRS) dan *High-speed downlink packet access* (HSDPA), pengguna telekomunikasi selular dapat mengakses *internet* melalui perangkat selular

(*handphone*).

Dengan kemudahan mengakses *internet*, maka akan menciptakan masyarakat berbasis informasi, di mana proses penyebaran informasi dan budaya belajar dapat berjalan lebih cepat dan efisien, dan ini memberikan kontribusi lebih terhadap proses pendidikan dan pembelajaran dalam masyarakat. Melalui industri telekomunikasi selular pula, ekonomi masyarakat dapat terdorong maju dengan menjadi daya dukung dari industri telekomunikasi selular, mulai dari bisnis *retail* penjualan pulsa dan aksesoris sampai bisnis pendukung perangkat selular yang bersifat industri manufaktur elektronik. Karena itu apabila industri ini berkembang baik dan terarah maka akan memberikan kontribusi yang signifikan terhadap perekonomian negara, dapat meningkatkan taraf hidup masyarakat serta memberikan media yang menunjang peningkatan pengetahuan dan pendidikan bagi generasi yang akan datang.

Dengan mengikuti perkembangan teknologi dan kebutuhan masyarakat akan telekomunikasi serta prospek industri telekomunikasi selular, maka harus ditingkatkan bagaimana bidang telekomunikasi mampu menjadi mesin ekonomi yang mendorong pertumbuhan ekonomian negara sebagaimana diharapkan ITU dan masyarakat Indonesia. Sesuai dengan Undang-undang No. 36 Tahun 1999, negara memberi keleluasaan bagi pelaku usaha telekomunikasi untuk memainkan perannya dalam memberdayakan perekonomian bangsa, karena negara berfungsi sebagai pengatur kewenangan (*state regulatory function*), sehingga bergeserlah negara dari *state ownership* menjadi *state regulatory function*. Di sini menunjukkan industri telekomunikasi selular diberikan kesempatan untuk berkompetisi penuh dalam memberikan layanan jasa telekomunikasi selular.

Dengan melihat potensi industri telekomunikasi selular, maka ke depan perlu ditingkatkan perannya dan mendapat perhatian penting dari pemerintah dengan mengeluarkan kebijakan khusus. Sehingga industri telekomunikasi selular dapat menjadi motor penggerak utama pertumbuhan ekonomi negara, karena sumberdaya ekonomi negara yang berbasis pada alam sudah semakin berkurang dan memerlukan sumber ekonomi baru yang berbasis pada ilmu pengetahuan dan teknologi.

Berdasar latar belakang masalah yang ada maka rumusan masalah pada penelitian ini dapat dilihat dari indikator yang berpengaruh terhadap industri telekomunikasi selular yaitu tingkat belanja (*expenditure*), infrastruktur (*infrastructure*), pelanggan (*customer*), dan SDM (*labor*). Melihat perkembangan dari indikator-indikator tersebut, maka industri telekomunikasi selular dapat menjadi penggerak utama perekonomian negara tetapi kenyataannya kontribusinya belum diteliti. Akibatnya paradigma pembangunan industri telekomunikasi selular masih belum dilakukan sepenuhnya dengan berbasis pada karakter, kebutuhan, dan kepentingan perekonomian negara. Hal ini terjadi karena belum adanya penelitian dan pemetaan kondisi nyata belanja (*expenditure*), infrastruktur (*infrastructure*), pelanggan (*customer*), dan SDM (*labor*) dalam proses pengembangan bisnis industri telekomunikasi selular menuju kegiatan ekonomi yang berpihak pada negara bukan hanya kepentingan bisnis semata. Dengan tidak adanya pemetaan kondisi tersebut, maka akan sulit merencanakan kebijakan dan pembangunan industri telekomunikasi selular yang mampu menjadi penggerak utama ekonomi negara.

Berdasarkan masalah yang ada dan besarnya potensi industri telekomunikasi selular terhadap perekonomian negara serta ketersediaan data tingkat belanja (*expenditure*), infrastruktur (*infrastructure*), pelanggan (*customer*), dan SDM (*labor*) dari industri telekomunikasi selular, maka penelitian ini untuk menganalisis kondisi industri telekomunikasi selular serta kontribusi industri telekomunikasi selular terhadap perekonomian negara (PDB sub sektor komunikasi).

Berdasarkan latar belakang masalah dan rumusan masalah, maka penelitian dilakukan untuk menganalisis kondisi belanja (*expenditure*) yaitu biaya produksi selama 1 (satu) kuartal atau 3 (tiga) bulan dalam rentan tahun 2004-2008 pada industri telekomunikasi selular. Infrastruktur (*infrastructure*) adalah jumlah unit tower BTS yang dimiliki industri telekomunikasi selular, pelanggan (*customer*) yaitu jumlah pelanggan dari industri telekomunikasi selular, SDM (*labor*) adalah jumlah pekerja, baik pekerja tetap maupun pekerja kontrak dan lepas (*outsourcer*) pada industri telekomunikasi selular. Dengan mengadakan analisis kondisi industri telekomunikasi selular maka

didapatkan data yang relevan sebagai acuan dalam merancang kebijakan pada telekomunikasi selular. Kondisi-kondisi tersebut merupakan indikator utama dalam melihat kondisi industri telekomunikasi selular dimana dapat diketahui kondisi umum perusahaan, kondisi keuangan perusahaan, kondisi infrastruktur perusahaan, kondisi pekerja perusahaan dan kondisi pelanggan sebagai pemakai jasa perusahaan. Di samping itu juga untuk menganalisis pengaruh industri telekomunikasi selular terhadap perekonomian negara (PDB). Dengan adanya data indikator penunjang industri telekomunikasi selular yaitu belanja (*expenditure*), infrastruktur (*infrastructure*), pelanggan (*customer*), dan SDM (*labor*) maka akan terlihat indikator mana yang relevan dan signifikan mempengaruhi perekonomian negara, sehingga perlu adanya kebijakan khusus untuk meningkatkan indikator yang relevan dan signifikan tersebut.

Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat sebagai bahan pemikiran bagi pengambil kebijakan di bidang industri telekomunikasi selular, dengan sajian data dan analisis yang ada akan mampu memberikan fakta dan kondisi nyata di lapangan tentang industri telekomunikasi selular sehingga pemerintah dalam mengambil kebijakan akan lebih terarah dan fokus terhadap indikator mana yang secara nyata memberikan dampak perekonomian bagi negara. Dengan kebijakan yang baik dari pemerintah maka industri telekomunikasi selular dapat berkembang lebih maju dan mampu bersaing secara kompetitif baik di wilayah nasional dan global serta memberikan layanan yang memuaskan bagi pelanggannya. Sesuai yang diharapkan bersama maka industri telekomunikasi selular dapat dijadikan sumber peningkatan kesejahteraan masyarakat dan pertumbuhan ekonomi negara.

Demikian juga bagi semua pihak yang berkecimpung dalam pengembangan industri telekomunikasi selular diharapkan dapat merencanakan kebijakan bagi perusahaan sesuai dengan data yang diperoleh dalam penelitian ini. Dengan kebijakan internal perusahaan yang tepat maka kelangsungan bisnis perusahaan akan meningkat pula. Secara ekonomi mikro, dengan majunya industri telekomunikasi selular maka dapat berkompetisi dan bersaing untuk memberikan layanan terbaiknya bagi pelanggan serta dapat mensejahterakan pekerjanya dan sektor bisnis mikro pendukung industri

telekomunikasi selular. Penelitian ini juga dapat memberikan sumbangan terhadap khazanah keilmuan ekonomi dan telekomunikasi sehingga dapat digunakan akademisi dalam merumuskan penelitian lanjutan dan menjadi referensi aktual tentang kondisi industri telekomunikasi selular. Hal yang dapat dicapai penelitian ini merupakan sebuah harapan akan masa depan keilmuan ekonomi yang benar-benar menyentuh sisi kenyataan yang ada di lapangan.

Sebagai batasan cakupan permasalahan dan pembahasan agar tidak menyimpang dari tujuan yang ingin dicapai, maka penelitian ini dibatasi pada penelitian kontribusi industri telekomunikasi selular terhadap PDB yang terdiri atas PDB yang diambil dari data PDB sub sektor komunikasi perkuartal (*quarter*) tahun 2004-2008 yang ada di Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI) Bank Indonesia; obyek penelitian adalah pemimpin 85% pangsa pasar industri telekomunikasi selular yang ada di Indonesia yaitu PT. Telekomunikasi Selular Tbk, dalam penelitian ini disebut PT. Telkomsel, PT Indonesian Satellite Corporation Tbk, dalam penelitian ini disebut PT. Indosat, dan PT Excelcomindo Pratama Tbk, dalam penelitian ini disebut PT.Excelcomindo; data industri telekomunikasi selular diambil dari *annual report* perkuartal (*quarter*) tahun 2004-2008 yang dipublikasikan oleh industri telekomunikasi selular yaitu PT. Telkomsel, PT. Indosat, PT.Excelcomindo; *expenditure* adalah jumlah belanja keseluruhan dari industri telekomunikasi selular perkuartal (*quarter*) tahun 2004-2008 dari PT. Telkomsel, PT. Indosat, PT. Excelcomindo; *infrastructure* industri telekomunikasi selular dalam hal ini adalah jumlah unit BTS dan BTS yang dimaksud dalam penelitian ini adalah *tower* atau pemancar BTS yang dimiliki setiap industri telekomunikasi selular perkuartal (*quarter*) tahun 2004-2008 dari PT. Telkomsel, PT. Indosat, PT.Excelcomindo; *labor* adalah jumlah tenaga kerja (SDM) keseluruhan dari setiap industri telekomunikasi selular perkuartal (*quarter*) tahun 2004-2008 dari PT. Telkomsel, PT. Indosat, PT.Excelcomindo; *customer* adalah jumlah pelanggan dari setiap industri telekomunikasi selular perkuartal (*quarter*) tahun 2004-2008 dari PT. Telkomsel, PT. Indosat, PT.Excelcomindo; variabel kontrol yang bersifat makro yaitu Suku Bunga Kredit, dimana data diambil dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI). Pengolahan data menggunakan

ekonometrika dengan analisis data *time series* serta metode *ordinary last square* (OLS).

Penelitian dan analisis akan didasarkan pada data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber terutama dari industri telekomunikasi selular yaitu PT. Telkomsel, PT. Indosat, PT.Excelcomindo, lembaga pemerintah sebagai sumber data dan pengambil kebijakan di bidang telekomunikasi yang terdiri atas Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik, Badan Penerapan dan Pengkajian Teknologi, Departemen Komunikasi dan Informatika serta dari instansi terkait. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis data *time series*, yang berfungsi untuk melihat indikator yang mempengaruhi kontribusi industri telekomunikasi selular terhadap PDB negara. Data *time series* yang digunakan adalah rentang waktu antara tahun 2004 sampai dengan 2008 perkuartal (*quarter*) dari pemimpin 85% pangsa pasar industri telekomunikasi selular yaitu, PT. Telkomsel, PT. Indosat, dan PT. Excelcomindo.

Sebagai alat bantu dalam penelitian ini adalah ekonometrika, yang dapat didefinisikan sebagai suatu ilmu yang mempelajari analisis kuantitatif dari fenomena ekonomi dalam artian secara umum. Secara teoritis dan prinsip, teknik ekonometrika merupakan gabungan antara teori ekonomi, matematika ekonomi, statistika ekonomi, dan matematika statistik. Pada awalnya kajian ekonometri hanya meliputi aplikasi matematika statistik dengan menggunakan data ekonomi untuk menganalisis model ekonomi, tetapi tetapi juga dapat digunakan untuk menganalisis fenomena sosial lainnya (Nachrowi, 2002: 1).

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Telekomunikasi adalah teknik pengiriman atau penyampaian informasi dari suatu tempat ke tempat lain. Peran yang diberikan oleh aplikasi teknologi telekomunikasi adalah mendapatkan informasi untuk membantu kehidupan pribadi, kegiatan bisnis, dan pemerintahan. Teknologi telekomunikasi dengan kemampuannya telah menjadi sebuah infrastruktur yang berhasil membuahkan integrasi teknologi informasi dan multimedia (*konvergensi* teknologi) yang mendorong terjadinya sebuah proses kehidupan yang lebih efektif dan efisien. Sistem telekomunikasi selular dapat didefinisikan sebagai komunikasi

antarpesawat dimana salah satu pesawat bergerak atau berpindah lokasi dengan menggunakan sistem komunikasi tanpa kabel (*wireless*). Cara komunikasi seperti ini memungkinkan penggunaannya untuk memperkecil hambatan yang disebabkan keterbatasan tempat, karena pengguna dapat melakukan komunikasi dimana saja selama masih dalam daerah yang menjadi cakupan pelayanan operator selular.

13

Penggunaan telekomunikasi selular dihubungkan oleh salah satu atau lebih stasiun induk (*base station*) dengan pesawat telepon lain, dapat berupa *fixed phone* maupun selular. Sebuah stasiun radio induk mencakup suatu wilayah dengan luas tertentu sebagai wilayah jangkauannya. Luas jangkauan tersebut ditentukan oleh beberapa faktor teknis yang dimiliki seperti ketinggian dari menara pemancar dan daerah batas daya yang dipekenankan untuk diterima. Sistem selular ini berkembang terus menerus dengan adanya perbaikan maupun penyempurnaan dari sistem sebelumnya. Telekomunikasi menurut UU No.36 tahun 1999 adalah setiap pemancaran, pengiriman, dan atau penerimaan setiap informasi dalam bentuk tanda-tanda, isyarat, tulisan, gambar, suara, dan bunyi melalui sistem kawat optik, radio, atau sistem elektromagnetik lainnya. Jaringan elektromagnetik adalah rangkaian perangkat telekomunikasi.

Perkembangan teknologi selular berkembang dengan cepat, sehingga fungsi telepon selular bukan digunakan sebagai fitur komunikasi saja, dengan tambahan-tambahan fitur seperti kamera digital, radio, LCD berwarna dengan resolusi tinggi, telepon selular menjadi perangkat yang canggih dan pintar. Telepon selular merupakan alat komunikasi *wireless* yaitu komunikasi bergerak tanpa kabel yang disebut dengan *mobile device*. Teknologi *wireless* ini telah berkembang dengan pesat dalam satu dekade terakhir ini. Prinsip dari komunikasi *wireless* ini menggunakan kanal radio yang terpisah untuk berkomunikasi dengan *cell site*. Sejarah telepon selular merupakan gabungan dari Teknologi Radio yang dikawinkan dengan Teknologi Komunikasi Telepon. Telepon pertama kali ditemukan dan diciptakan oleh Alexander Graham Bell pada tahun 1876. Sedangkan komunikasi tanpa kabel (*wireless*) ditemukan oleh Nikolai Tesla pada tahun 1880 dan diperkenalkan oleh Guglielmo Marconi. Akar dari

perkembangan digital *wireless* dan selular dimulai sejak 1940 saat teknologi telepon mobil Perkembangan Teknologi Selular Dengan perkembangan teknologi *wireless* yang sedang berkembang pesat saat ini yaitu teknologi telepon tanpa kabel (*wireless*) di antaranya AMPS (*Advance Mobile Phone System*), GSM (*Global System for Mobile system*) dan CDMA (*Code Division Multiple Access*).

Pertumbuhan ekonomi diartikan sebagai peningkatan pendapatan perkapita dalam jangka panjang menjadi perhatian ekonom dalam kaitan untuk mengambil kebijakan secara langsung maupun tidak langsung sebagai upaya peningkatan itu sendiri. Hal ini terjadi karena secara umum perhatian pembangunan di negara manapun adalah pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi diperlukan dalam upaya untuk mengkritik standar hidup dan kesejahteraan. Oleh karena pertumbuhan ekonomi penting dalam upaya peningkatan kesejahteraan, maka perlu kiranya diperoleh dari mana sumber pertumbuhan ekonomi tersebut. Selanjutnya dapat dilakukan pengambilan kebijakan dalam kaitan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi tersebut.

Dilihat dari sisi penawaran kebijakan diarahkan pada upaya meningkatkan input produksi seperti tenaga kerja, kapital atau dengan cara lain yaitu peningkatan efisiensi produksi sehingga dengan input yang sama dapat dihasilkan output yang lebih banyak. Model-model pertumbuhan biasanya berdasarkan pada fungsi produksi agregat, dimana dengan asumsi hanya ada 2 faktor produksi, yaitu tenaga kerja dan kapital maka secara umum dapat digambarkan sebagai berikut :

$$Q_t = F(K_t, L_t)$$

dimana: Q = output
K = kapital
L = tenaga kerja
T = tahun ke t

Dalam proses produksi sederhana terlihat faktor produksi memberikan sumbangan terhadap perkembangan output. Oleh karena itu, peningkatan output dapat diperoleh melalui perluasan tenaga kerja dan akumulasi modal. Apabila dilihat dari pendekatan neo klasik, sumber pertumbuhan dapat diestimasi

melalui formulasi Robert Solow-Trevor Swan:

$$Q = f(K, L, t)$$

dimana: Q = output agregat
 K = kapital
 L = tenaga kerja
 t = waktu

Berdasarkan teori produksi tersebut maka industri telekomunikasi selular merupakan faktor produksi yang memberikan output terhadap perekonomian negara (PDB). Apabila Q adalah PDB (*output agregat*) maka yang mempengaruhinya dari industri telekomunikasi selular adalah kapital yang dapat diterjemahkan sebagai sumberdaya industri telekomunikasi selular dalam proses produksi dalam hal ini adalah belanja (*expenditure*), infrastruktur (*infrastructure*), dan pelanggan (*customer*). Sedangkan faktor produksi lainnya adalah tenaga kerja, dalam hal ini diterjemahkan sebagai SDM (*labor*) dalam industri telekomunikasi selular.

Pasar oligopoli adalah suatu bentuk pasar yang terdiri atas beberapa penjual. Setiap perusahaan menetapkan kebijaksanaannya sendiri dan setiap aksi dari suatu perusahaan, seperti mengadakan perubahan harga akan direspon oleh perusahaan lainnya, karena setiap perusahaan yang ada dalam pasar yakin bahwa kebijaksanaan suatu perusahaan akan mempengaruhi penjualan dan keuntungan perusahaan lainnya. Karena keterkaitan pengaruh antarperusahaan ini sangat besar dan dalam industri hanya terdiri atas beberapa penjual maka tidak ada teori yang dapat mewakili semua kondisi pasar oligopoli ini industri yang hanya terdiri atas dua perusahaan yang berbeda analisisnya dengan industri yang terdiri atas lebih dari dua perusahaan. Dengan kata lain, dalam situasi pasar oligopoli terdapat banyak model analisis yang dikemukakan oleh beberapa pakar (Joelson dan Fathorrozi, 2003:185).

Pada pasar oligopoli hanya ada beberapa perusahaan yang menguasai pasar. Faktor utama yang menyebabkan terjadinya oligopoli ini adalah keberhasilan mengelola perusahaan sedemikian rupa sehingga mempunyai skala ekonomi yang menyebabkan efisiensi dan keberhasilan dalam promosi penjualan. Jadi, karena biaya produksi yang rendah dan promosi penjualan yang tepat akan menyebabkan

pangsa pasar perusahaan tersebut bertambah dalam jangka panjang. Berdasarkan faktor penyebab terjadinya pasar oligopoli maka industri telekomunikasi selular akan selalu berada pada bentuk pasar oligopoli karena masih menjual produk jasa yang mempunyai sifat yang sama yaitu layanan telekomunikasi selular kecuali ada perubahan atau diferensiasi produk karena perkembangan teknologi dan perubahan model pelayanan berbasis data sebagai akibat konvergensi media. Industri telekomunikasi selular dapat berpotensi menjadi monopoli apabila terjadi akuisisi perusahaan sejenis yang tak mampu bersaing di pasar, sehingga yang berpotensi memonopoli adalah perusahaan yang sudah mapan yaitu perusahaan yang sudah menguasai pangsa pasar atau dengan jumlah pelanggan terbesar. *Gross Domestic Product* (GDP) atau Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan hasil penghitungan dengan menjumlahkan pengeluaran total untuk setiap komponen terutama keluaran final pada sisi pengeluaran. PDB untuk tahun tertentu dihitung dari sisi pengeluaran dengan menjumlahkan berbagai pengeluaran yang diperlukan untuk membeli pengeluaran final. Pengeluaran final merupakan jumlah dari empat katagori pengeluaran, yaitu pengeluaran konsumsi, investasi, pemerintah, dan ekspor neto (Lipsey dkk, 1995: 40-41).

Jika semua pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitas produksi, maka disebut PDB pada sisi pendapatan. Penghitungan PDB dari sisi pendapatan menyangkut penjumlahan faktor pendapatan dan klaim lainnya pada nilai keluaran hingga selesai dihitung, nilai produksi harus sama dengan nilai klaim pendapatan yang dihasilkan oleh produksi itu. Dalam penelitian ini analisis penghitungan kontribusi industri telekomunikasi selular terhadap PDB menggunakan variabel antara lain infrastruktur, biaya produksi, tenaga kerja, dan jumlah pelanggan. Dengan menganalisis variabel-variabel tersebut maka dapat diketahui variabel mana yang paling signifikan dalam menyumbang kontribusinya dalam PDB.

Istilah biaya operasional atau belanja perusahaan dapat diartikan bermacam-macam dan pengertiannya pun berubah-ubah, tergantung pada bagaimana biaya tersebut digunakan pada umumnya. Biaya berkaitan dengan tingkat harga suatu barang yang harus dibayar. Biaya yang akan digunakan untuk suatu pengeluaran tertentu disebut biaya relevan

(*relevan cost*), seperti penghitungan biaya yang akan digunakan untuk mengisi formulir pajak pendapatan sebuah perusahaan, maka diperlukan adanya rincian jumlah rupiah yang aktual yang dikeluarkan untuk membayar tenaga kerja, bahan baku, dan peralatan modal yang digunakan dalam produksi (Arsyad, 1999:252).

Biaya dapat juga dibedakan menjadi biaya eksplisit dan implisit. Upah yang dibayarkan, pengeluaran untuk listrik, pembayaran untuk bahan baku, bunga yang harus dibayarkan kepada para pemegang obligasi perusahaan, dan sewa bangunan, semuanya merupakan contoh pengeluaran eksplisit. Sedangkan biaya implisit berkenaan dengan setiap keputusan yang diambil dan jauh lebih sulit untuk dihitung. Biaya implisit ini tidak memasukkan pengeluaran tunai sehingga sering diabaikan dalam analisis pembuatan keputusan.

Biaya berdasarkan sifatnya, artinya mengkaitkan antara pengeluaran yang harus dibayar dengan produk atau output yang dihasilkan mengelompokkan biaya menjadi dua, yaitu biaya tetap sebagai kewajiban yang harus dibayar oleh suatu perusahaan per satuan waktu tertentu untuk membayar semua input tetap dan besarnya tidak bergantung dari jumlah produk yang dihasilkan. Biaya variabel adalah kewajiban yang harus dibayar perusahaan per satuan waktu tertentu untuk pembayaran semua input variabel yang digunakan dalam proses produksi. Biaya operasional merupakan rincian biaya total yang dikenakan oleh perusahaan untuk memproduksi suatu output tertentu selama suatu kurun waktu tertentu.

Para ahli ekonomi mendefinisikan biaya ditinjau dari biaya alternatif yang menetapkan bahwa biaya suatu faktor produksi merupakan nilai maksimum yang diproduksi oleh faktor produksi dalam suatu penggunaan alternatif. Suatu definisi yang sama adalah biaya yang digunakan suatu faktor produktif untuk memproduksi suatu komoditi merupakan nilai kesempatan dari penggunaan faktor produksi untuk kegiatan yang lain. Dalam penelitian ini, biaya operasional dalam industri telekomunikasi selular meliputi *personal*, *operating* dan *revenue*, *general* dan *administratif*, *marketing*, dan biaya operasional lainnya. Hal tersebut merupakan indikator utama pada industri telekomunikasi selular dalam memberikan laporan keuangannya.

Infrastruktur sering diasosiasikan sebagai sesuatu yang menyokong sesuatu yang lain. Beberapa hal yang menjadi ciri khas dari suatu infrastruktur dalam domain teknologi informasi dan telekomunikasi adalah: dapat dipergunakan secara bersama oleh kalangan luas; lebih bersifat permanen daripada sesuatu yang disokongnya; dan dapat memberikan layanan daripada sesuatu yang bersifat sebagai perangkat fisik (**Sudiharto, 2008**).

Menurut Hendra (2009), infrastruktur adalah istilah yang berhubungan dengan struktur di bawah struktur. Definisi ini mengimplikasikan adanya perbedaan lapisan dari stuktur yang ada, ibaratnya menyediakan dukungan atau layanan. Dalam dunia fisik, terminologi infrastruktur kadang merujuk kepada keperluan keperluan publik, seperti air, listrik, gas, pembuangan air, dan layanan telepon. Fasilitas fasilitas publik tersebut yang mengandung infrastruktur teknologi informasi. Masing-masing *layer* infrastruktur memiliki beberapa karakteristik, yaitu digunakan bersama-sama oleh pengguna yang lebih luas daripada stuktur-struktur yang didukungnya; lebih statis dan permanen daripada struktur-struktur yang didukungnya; dan lebih dipandang sebagai sebuah *service* termasuk orang-orang dan proses yang dilibatkan dalam dukungan, lebih dari sekedar sebuah struktur atau perlengkapan fisik.

Dalam penelitian ini, infrastruktur industri telekomunikasi selular dilihat dari jumlah kepemilikan *tower* atau pemancar *base transceiver station* (BTS) yang didefinisikan sebagai stasiun pemancar dan penerima sinyal komunikasi dari perangkat telepon selular ke perusahaan operatornya. pada setiap industri telekomunikasi selular sebagai obyek Dalam penelitian kepemilikan *tower* BTS pada PT. Telkomsel, PT. Indosat, dan PT. Excelcomindo merupakan indikator industri telekomunikasi selular dalam memberikan fasilitas kemampuan cakupan jaringan kepada pelanggannya sehingga infrastruktur BTS mempunyai peranan penting dalam meningkatkan perekonomian industri telekomunikasi selular.

Customer memberikan pandangan yang penting untuk memahami mengapa perusahaan harus menciptakan dan memelihara pelanggan dan bukan hanya menarik pembeli. Definisi *customer* berasal dari kata *custom*, yang didefinisikan sebagai membuat sesuatu menjadi kebiasaan atau dapat dan

mempraktikkan kebiasaan. Kebiasaan ini terbentuk melalui pembelian dan interaksi yang sering selama periode tertentu. Tanpa adanya *track record* hubungan yang kuat dan pembelian berulang, maka akan sulit dikatakan pelanggan, dan biasanya hanya disebut pembeli. Sedangkan pelanggan sejati tumbuh seiring dengan waktu dan tetap setia terhadap produk dan layanan yang ada.

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 36 tahun 1999 tentang Telekomunikasi, pelanggan telekomunikasi adalah perseorangan, badan hukum, dan instansi pemerintah yang menggunakan jaringan telekomunikasi dan atau jasa telekomunikasi berdasarkan kontrak. Dalam penelitian ini jumlah pelanggan dalam industri telekomunikasi dihitung berdasarkan jumlah kartu SIM yang dipegang pelanggan yang masih berada dalam masa validitas penggunaan kartu SIM tersebut.

Ada dua pendekatan penting dalam teori *human capital* yaitu menurut Nelson-Phelps dan pendekatan Lucas. Pendekatan Nelson-Phelps menyimpulkan bahwa *human capital* atau modal manusia (*labor*) adalah faktor yang sangat penting dalam pertumbuhan ekonomi. Dalam studi ini mereka menemukan dua pengaruh yang berbeda akibat peningkatan modal manusia, yaitu pengaruh dari tingkat *human capital*nya sendiri pada pertumbuhan ekonomi dan pengaruh dari akumulasi *human capital*. Dijelaskan pula oleh Aghion dan Howitt bahwa *endowment* akan terakumulasi terlebih dahulu dibandingkan akumulasi *human capital*, artinya pada awal proses produksi produktifitas lebih banyak ditentukan oleh peningkatan kemampuan SDM yang didorong oleh kegiatan pelatihan yang dilakukan oleh perusahaan. Fenomena ini banyak terjadi di berbagai negara yang industrinya melakukan inovasi cara produksi yang tinggi. Akibatnya kuantitas dan kualitas output produksi meningkat sebagai konsekuensi dari inovasi yang dilakukan oleh perusahaan melalui SDM (Syafitri, 2003:13).

Terjadinya perbedaan tingkat pertumbuhan di berbagai negara disebabkan oleh perbedaan *stock human capital*. Tambahan satu investasi yang dihasilkan dari satu kenaikan *human capital* mungkin menyebabkan efek yang bersifat sementara, namun besarnya inovasi akan meningkatkan pertumbuhan produksi secara permanen. Di sinilah Aghion and

Howitt mendukung pendekatan Nelson-Phelps tentang *stock* modal manusia yang menyatakan bahwa angkatan kerja lebih ahli akan lebih mampu mengisi kualifikasi lapangan SDM. Dengan kata lain, SDM yang mempunyai tingkat pendidikan lebih tinggi akan lebih mampu merespon inovasi yang selanjutnya akan meningkatkan pertumbuhan.

Pendekatan Lucas mempelajari tentang signifikansi akumulasi *human capital* pada pertumbuhan ekonomi. Menurut Lucas, terdapat dua faktor utama adanya *human capital* yaitu pendidikan dan *learning by doing*. Dalam model ini pendidikan diukur dari waktu yang tidak digunakan untuk melakukan pelatihan atau pendidikan khusus sehingga tidak terlibat kegiatan produksi untuk sementara. Sedangkan *learning by doing* adalah proses akumulasi keahlian atau *skill* SDM yang diperoleh bersamaan dengan kegiatan produksi yang mereka lakukan. Dalam penelitian ini, faktor *human capital* diterjemahkan sebagai *labor* (SDM) yang ada di industri telekomunikasi selular. Total tenaga kerja didapatkan dari penjumlahan tenaga kerja di PT. Telkomsel, PT. Indosat, dan PT. Excelcomindo.

Menurut Karl dan Fair (2001: 635) suku bunga adalah pembayaran bunga tahunan dari suatu pinjaman, dalam bentuk persentase dari pinjaman yang diperoleh dari jumlah bunga yang diterima setiap tahun dibagi dengan jumlah pinjaman. Pengertian suku bunga menurut Sunariyah (2004:80) adalah harga dari pinjaman. Suku bunga dinyatakan sebagai persentase uang pokok per unit waktu. Bunga merupakan suatu ukuran harga sumber daya yang digunakan oleh debitur yang harus dibayarkan kepada kreditur.

Suku bunga ditentukan oleh dua kekuatan, yaitu penawaran tabungan dan permintaan investasi modal (terutama dari sektor bisnis). Tabungan adalah selisih antara pendapatan dan konsumsi. Bunga pada dasarnya berperan sebagai pendorong utama agar masyarakat bersedia menabung. Jumlah tabungan akan ditentukan oleh tinggi rendahnya tingkat bunga. Semakin tinggi suku bunga akan semakin tinggi pula minat masyarakat untuk menabung, dan sebaliknya. Tinggi rendahnya penawaran dana investasi ditentukan oleh tinggi rendahnya suku bunga tabungan masyarakat. Menurut Lipsey dkk (1997: 471), suku bunga adalah harga yang dibayarkan untuk satuan mata uang yang dipinjam pada periode waktu

tertentu. Suku bunga dapat dibedakan menjadi dua yaitu suku bunga nominal dan suku bunga riil. Suku bunga nominal adalah rasio antara jumlah uang yang dibayarkan kembali dengan jumlah uang yang dipinjam. Sedangkan suku bunga riil lebih menekankan pada rasio daya beli uang yang dibayarkan kembali terhadap daya beli uang yang dipinjam. Suku bunga riil adalah selisih antara suku bunga nominal dengan laju inflasi.

Menurut Samuelson dan Nordhaus (1998), suku bunga adalah pembayaran yang dilakukan atas penggunaan sejumlah uang. Menurut Nopirin (1992:176), fungsi tingkat bunga dalam perekonomian yaitu alokasi faktor produksi untuk menghasilkan barang dan jasa yang dipakai sekarang dan masa mendatang. Menurut Ramirez dan Khan (1999), ada dua jenis faktor yang menentukan nilai suku bunga, yaitu faktor internal dan eksternal. Faktor internal

meliputi pendapatan nasional, jumlah uang beredar, dan inflasi. Sedangkan faktor eksternal merupakan suku bunga luar negeri dan tingkat perubahan nilai valuta asing yang diduga.

Telah banyak penelitian yang dilaksanakan berkaitan dengan kontribusi sektor swasta baik industri manufaktur maupun jasa terhadap perekonomian negara. Kontribusi tersebut mempunyai peran penting dalam perekonomian negara, baik dilihat dari belanja (*expenditure*), infrastruktur (*infrastructure*), pelanggan (*customer*), SDM (*labor*). Berikut juga penelitian yang berkaitan dengan industri telekomunikasi selular, baik analisis faktor internal seperti kondisi perusahaan maupun faktor eksternal yang menyangkut perekonomian negara, berikut ini (tabel 2.1) adalah beberapa penelitian yang dilaksanakan sebelumnya:

Tabel 1
Penelitian Sebelumnya

| No | Pengaruh, Judul, dan Sumber Data | Metodologi | | | Kesimpulan |
|----|--|------------|--|------------|---|
| | | Jenis Data | Variabel | Metode | |
| 1 | Silmy Karim (2007) Pengaruh pembangunan infrastruktur terhadap pertumbuhan ekonomi dan estimasi kebutuhan investasi 2007 – 2008 | Data Panel | $FDBK_t = \alpha + \beta_1(FDBK_{t-1}) + \beta_2(POP) + \beta_3(INV) + \beta_4(TLP) + \beta_5(LST) + \beta_6(JLN) + \epsilon$ <p>FDBK = FDBK all P perkapita POP = Populasi INV = Investasi perkapita TLP = Sambungan Telepon LST = Sambungan Listrik JLN = Panjang Jalan</p> | Double Log | Terdapat hubungan positif antara Investasi, sambungan listrik, sambungan telepon panjang jalan terhadap FDB. Populasi mempunyai pengaruh negatif terhadap FDB. |
| 2 | Amir Mahmud (2006) Analisis Pengaruh Struktur Terhadap Kinerja dan Posisi Pesaingan Industri Telekomunikasi Selular | Data Panel | $ROA = \alpha + \beta_1(IH) + \beta_2(NV_i/NV) + \beta_3(ADV) + \beta_4(TA) + \epsilon$ <p>ROA = Return on Asset (ROA) IH = Indeks Herfindahl (Jumlah Pelanggan) (NV_i/NV) = Market Share Perusahaan ke-i TA = Total Asset perusahaan ke-i ϵ = error term</p> | OLS | Struktur industri telekomunikasi selular masih cukup tinggi tingkat konsentrasinya. Struktur industri telekomunikasi selular adalah oligopoli yang terdiri dari perusahaan dominan. |

| | | | | |
|--|--------------------|--|----------------------|---|
| <p>3</p> <p>Ratna Kusuma Ayu Nugroho (2006) Analisis pengaruh Jumlah unit usaha, nilai produksi dan modal terhadap penyerapan tenaga kerja pada industri kecil: studi kasus pada industri tahu di kabupaten kediri</p> | <p>Time Series</p> | <p>$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$ Y : jumlah penyerapan tenaga kerja X1 : Jumlah unit produksi X2 : nilai produksi X3 : jumlah modal</p> | <p>OLS</p> | <p>Jumlah unit usaha, peningkatan nilai produksi dan modal berpengaruh positif terhadap penyerapan tenaga kerja</p> |
| <p>4</p> <p>Zainul Fuad (2005) Prospek Industri Telekomunikasi Selular di Indonesia dan pengaruhnya Terhadap Kinerja Perekonomian</p> | <p>Data Panel</p> | <p>$SLS_T = \beta + \beta CUS_T + \beta P_T + \beta ADV_T + \epsilon$ SLS_T = Total Penjualan Industri CUS_T = Total Customer di Pasar P_T = Harga Rata-rata Industri ADV_T = Total Kegiatan Advertensi di Dalam Industri</p> | <p>OLS</p> | <p>Kinerja industri telekomunikasi selular ditentukan oleh konsentrasi pasar dan tingkat harga serta biaya rata-rata dari perusahaan-perusahaan yang beroperasi di pasar</p> |
| <p>5</p> <p>Umi Julaiha dan Insukindro (2003) Analisis Dampak Kebijakan Moneter terhadap Variabel Makroekonomi di Indonesia Tahun 1983.1 - 2003.2</p> | <p>Time Series</p> | <p>Persamaan 1 $Y = BY + CV + AV$ Persamaan 2 $P = DY + GP + AV$ di mana Bi, Ci, Di, Gi, merupakan koefisien matrik. Persamaan 1 dan 2 terbagi menjadi dua kelompok, yaitu blok bukan kebijakan (Y) dan blok kebijakan (P). Vektor Yt berisi variabel makroekonomi bukan kebijakan seperti PDB, inflasi, suku bunga deposito 1 bulan, dan nilai tukar. Vektor Pt meliputi variabel kebijakan atau moneter yang potensial digunakan sebagai indikator kebijakan moneter, seperti MD dan suku bunga SBK.</p> | <p>VAR/ VECM</p> | <p>suku bunga SBK lebih mampu mempengaruhi pergerakan variabel-variabel makroekonomi. Pada hasil <i>variance decomposition</i> dengan menggunakan SBK sebagai variabel kebijakan, juga terlihat bahwa kejutan SBK mampu memberi kontribusi dalam menjelaskan variabilitas pertumbuhan ekonomi meskipun dalam jangka panjang</p> |

| | | | | | |
|---|---|-------------|--|-----|---|
| 6 | <p>Puspitowati (2001) Kontribusi industri manufaktur Indonesia terhadap pertumbuhan ekonomi dan faktor-faktor penentu yang mempengaruhi pertumbuhan industri manufaktur di Indonesia</p> | Time Series | $Y = C K^\alpha L^\beta e^{\rho R}$ <p>Y = GDP C = Skala Parameter K = Kapital Stock L = Angkatan kerja e^{ρR} = menggambarkan tingkat produksi yang disamakan dengan perubahan produktivitas.</p> | OLS | <p>Terdapat hubungan positif antara pertumbuhan angkatan kerja, ekspor terhadap pertumbuhan industri manufaktur; <i>Capital</i> tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan industri manufaktur</p> |
| 7 | <p>Yuji Kubo, Yong Sun Lee (1995) A Model of Endogenous Growth with a Tradeoff between Investments in Physical and Human Capital, 78 negara di dunia meliputi negara berkembang dan negara maju</p> | Data Panel | $G = \beta_0 + \beta_1 sk + \beta_2 sh + \beta_3 n + \beta_4 Y(O)$ <p>G = Tingkat pertumbuhan ekonomi Sk = Rasio investasi fisik terhadap PDB Sh = Investasi mutu modal manusia N = Tingkat pertumbuhan populasi Y(O) = Pendapatan perkapita pada awal tahun</p> | OLS | <p>Investasi fisik dan investasi kualitas modal manusia mempunyai hubungan positif dengan pertumbuhan pendapatan perkapita; Pertumbuhan penduduk dan pendapatan perkapita awal tahun mempunyai hubungan negatif dengan pertumbuhan pendapatan perkapita</p> |

Dengan melihat kemajuan industri telekomunikasi selular maka penelitian ini bertujuan untuk melihat kontribusi industri telekomunikasi selular dalam peningkatan PDB dari sub sektor komunikasi. Penelitian ini menggunakan pendekatan model teori produksi untuk melihat pengaruh industri telekomunikasi yang terdiri dari belanja (*expenditure*), infrastruktur (*infrastructure*), pelanggan (*customer*) dan SDM (*labor*) terhadap perekonomian negara (PDB). Dalam penelitian ini, sebagai obyek penelitian adalah industri telekomunikasi selular yang menguasai 85% pangsa pasar bisnis telekomunikasi selular, yaitu, PT. Telkomsel, PT. Indosat, PT. Exelcomindo.

Biaya operasional/belanja pada industri telekomunikasi selular mempunyai kontribusi besar

terhadap perekonomian negara karena semakin besar biaya produksi telekomunikasi selular maka semakin besar juga peredaran uang pada sektor telekomunikasi sehingga total biaya produksi telekomunikasi selular merupakan penjumlahan dari ketiga perusahaan telekomunikasi selular yang dirumuskan sebagai berikut:

$$EXP_T = EXP_1 + EXP_2 + EXP_3 \dots \dots \dots (1)$$

Dimana: EXP_T = Total *Expenditure* Industri Telekomunikasi Selular
 EXP_1 = Total *Expenditure* PT. Telkomsel
 EXP_2 = Total *Expenditure* PT. Indosat
 EXP_3 = Total *Expenditure* PT. Exelcomindo

Di samping infrastruktur berperan cukup menonjol dalam pertumbuhan ekonomi, beberapa studi menyatakan manfaat infrastruktur yang lain seperti infrastruktur membantu rakyat miskin pada daerah terbelakang untuk dapat berhubungan dengan pusat aktivitas ekonomi. Akses yang ditimbulkan infrastruktur dapat meningkatkan nilai aset penduduk miskin. Pembangunan infrastruktur dapat mempengaruhi dampak pada *human capital* dari rakyat miskin, menciptakan kesempatan kerja, dan prospek pendapatan yang lebih baik. Pada industri telekomunikasi selular, infrastruktur diukur berdasarkan jumlah *Base Transmitter Station* (BTS). Jumlah BTS dalam industri telekomunikasi dihitung berdasarkan jumlah BTS yang dimiliki setiap operator selular. Jumlah BTS dalam industri telekomunikasi dihitung berdasarkan jumlah BTS yang dimanfaatkan operator selular adalah melaksanakan layanannya. Sehingga total infrastruktur industri merupakan penjumlahan dari ketiga perusahaan telekomunikasi selular yang dirumuskan sebagai berikut:

$$INF_T = INF_1 + INF_2 + INF_3 \dots\dots\dots(2)$$

Dimana: INF_T = Total *Infrastructure* Industri Telekomunikasi Selular
 INF_1 = Total *Infrastructure* PT. Telkomsel
 INF_2 = Total *Infrastructure* PT. Indosat
 INF_3 = Total *Infrastructure* PT. Exelcomindo

Pada industri telekomunikasi selular, pangsa pasar diukur berdasarkan jumlah pelanggan. Jumlah pelanggan dalam industri telekomunikasi dihitung berdasarkan jumlah pelanggan yang dalam industri telekomunikasi dihitung berdasarkan jumlah kartu SIM yang dipegang pelanggan yang masih berada dalam masa validitas penggunaan kartu SIM tersebut. Sehingga total pelanggan industri merupakan penjumlahan dari ketiga perusahaan telekomunikasi selular yang dirumuskan sebagai berikut:

$$CUS_T = CUS_1 + CUS_2 + CUS_3 \dots\dots\dots(3)$$

Dimana: CUS_T = Total *Customer* Industri Telekomunikasi Selular
 CUS_1 = Total *Customer* PT. Telkomsel
 CUS_2 = Total *Customer* PT. Indosat

$$CUS_3 = \text{Total Customer PT. Exelcomindo}$$

Pada industri telekomunikasi selular, *labor* atau sumber daya manusia (SDM) diukur berdasarkan jumlah SDM yang dimiliki oleh operator selular. Jumlah SDM dalam industri telekomunikasi dihitung berdasarkan jumlah SDM yang dimiliki setiap operator selular yang dihitung berdasarkan jumlah SDM yang dimanfaatkan operator selular dalam melaksanakan layanannya. Sehingga total SDM industri merupakan penjumlahan dari ketiga perusahaan telekomunikasi selular yang dirumuskan sebagai berikut :

$$LAB_T = LAB_1 + LAB_2 + LAB_3 \dots\dots\dots(4)$$

Dimana: LAB_T = Total *Labor* Industri Telekomunikasi Selular
 LAB_1 = Total *Labor* PT. Telkomsel
 LAB_2 = Total *Labor* PT. Indosat
 LAB_3 = Total *Labor* PT. Exelcomindo

Untuk melengkapi variabel penelitian yang bersifat mikro dimana data diperoleh dari industri telekomunikasi selular maka penelitian ini juga memerlukan variabel penelitian yang bersifat makro. Sebagai variabel pendamping yang relevan dengan kondisi perekonomian negara adalah suku bunga kredit (SBK), karena SBK mempunyai pengaruh terhadap tingkat belanja (*expenditure*) dan investasi infrastruktur, terutama pada industri telekomunikasi selular. SBK pada penelitian ini diperoleh di setiap 3 bulan (*quarter*) pada kurun waktu tahun 2005 sampai dengan 2008 dari Bank Indonesia. Sebagai variabel terikat (*dependen*) dalam penelitian ini adalah produk domestik bruto (PDB). Data PDB yang diambil adalah data PDB harga konstan yang didapatkan dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI). Data *time series* PDB pada penelitian ini dihitung setiap 3 bulan atau triwulan (*quarter*) pada kurun waktu tahun 2005 sampai dengan 2008.

Dengan menggunakan variabel-variabel yang telah diuraikan di atas, maka model untuk faktor-faktor yang mempengaruhi industri telekomunikasi selular terhadap PDB negara dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Ln(PDB)} = C + \alpha_1 + \beta_1 \text{Ln(EXP_T)} + \beta_2 \text{Ln(INF_T)} + \beta_3 \text{Ln(CUS_T)} + \beta_4 \text{Ln(LAB_T)} + \beta_5 (\text{SBK}) \dots \dots \dots \text{et} \dots \dots \dots (5)$$

Dimana:

- PDB = Produk Domestik Bruto
- EXP_T = Total *Expenditure* Industri Telekomunikasi Selular
- INF_T = Total *Infrastructure* Industri Telekomunikasi Selular
- CUS_T = Total *Customer* Industri Telekomunikasi Selular
- LAB_T = Total *Labor* Industri Telekomunikasi Selular
- SBK = Suku Bunga Kredit

Semua koefisien adalah elastisitas konstan, c adalah besaran konstan dan e_t adalah *error term* yang menunjukkan semua pengaruh eksogen lainnya. Pemilihan model penelitian tersebut karena mempunyai landasan teori produksi dengan pendekatan formulasi solow ($Q = f\{K, L, t\}$) di mana $Q = \text{ouput agregat}$ diterjemahkan sebagai PDB dan K dan L (Kapital dan *Labor*) diterjemahkan sebagai belanja (*expenditure*), infrastruktur (*infrastructure*), pelanggan (*customer*) dan SDM (*labor*) dari industri telekomunikasi selular. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari industri telekomunikasi selular yang menguasai 80% pangsa pasar bisnis operator selular yaitu PT. Telkomsel, PT. Indosat, dan PT. Exelcomindo serta data pelengkap dari Badan Pengkajian dan Penerapan Teknologi (BPPT), Direktorat Jenderal Aplikasi Telematika, Direktorat Jenderal Pos dan Telekomunikasi, Departemen Komunikasi dan Informatika (Dep.Kominfo), serta Badan Pusat Statistik (BPS).

Ordinary Least Square (OLS) merupakan metode regresi yang meminimalkan jumlah kesalahan (*error*) kuadrat. OLS dipakai jika model yang digunakan memenuhi asumsi BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), yaitu nilai harapan dari rata-rata kesalahan adalah nol, variansnya tetap (*homoscedasticity*) tidak ada hubungan antara variabel bebas dan *error term*, tidak ada korelasi serial antara *error* (*no-autocorrelation*), dan pada regresi linear berganda tidak terjadi hubungan antarvariabel bebas (*multicollinearity*).

HASIL PENELITIAN

Berdasarkan segi pembelanjaan (*expenditure*), nampak kecenderungan kenaikan belanja dari setiap industri telekomunikasi selular, namun kenaikan dari masing-masing industri telekomunikasi selular tidak sama. Hal ini dipengaruhi oleh SBK, sehingga apabila SBK mengalami penurunan, maka justru akan meningkatkan belanja (*expenditure*) industri telekomunikasi selular, karena apabila SBK mengalami kenaikan maka industri telekomunikasi selular cenderung untuk *saving* menyimpan uangnya, karena lebih menguntungkan apabila menginvestasikannya dalam bentuk obligasi. Sebaliknya apabila SBK mengalami penurunan maka industri telekomunikasi selular akan membelanjakan uangnya ke belanja *riil*. Belanja *riil* tersebut adalah belanja dalam bentuk investasi infrastruktur dan peningkatan biaya operasional untuk meningkatkan kualitas layanan. Faktor lain yang berpengaruh terhadap tingkat belanja (*expenditure*) adalah kinerja dari industri telekomunikasi telekomunikasi selular. Semakin baik kinerjanya, maka semakin tinggi pembelanjaan (*expenditure*) yang dilakukan oleh industri telekomunikasi telekomunikasi selular. *Trend* kenaikan belanja (*expenditure*) pada industri telekomunikasi selular relatif sama yaitu pada awal tahun (*quarter* 1) relatif kecil tetapi lebih besar dari tahun sebelumnya pada waktu yang sama, dan selanjutnya mengalami kenaikan yang signifikan pada *quarter* selanjutnya. Dengan melihat data yang ada maka tingkat belanja industri telekomunikasi selular di Indonesia yang paling tinggi adalah PT. Telkomsel, selanjutnya PT. Indosat dan PT. Excelcomindo.

Infrastruktur mempunyai peran penting dalam menciptakan layanan yang baik serta luasnya wilayah jangkauan dari industri telekomunikasi selular, karena pembangunan infrastruktur dalam hal ini BTS terlihat dari kinerja dan jumlah pelanggan industri telekomunikasi selular. Semakin luas jangkauan wilayah layanan, maka BTS semakin dibutuhkan sehingga semakin banyak pelanggan yang dapat dilayani. Secara umum kondisi infrastruktur industri telekomunikasi selular mengalami kenaikan di setiap kuartal. Bertambahnya BTS dapat memberikan kontribusi terhadap perekonomian baik bagi perusahaan maupun negara.

Jumlah pelanggan industri telekomunikasi selular memegang peran terpenting dalam proses bisnisnya. Kinerja industri telekomunikasi selular tercermin dari jumlah pelanggan yang dilayaninya. Pelanggan juga mempunyai pengaruh utama terhadap pendapatan di industri telekomunikasi selular, sehingga jumlah kepemilikan pelanggan menunjukkan seberapa besar tingkat kemajuan perusahaan. Karena posisi sentral dari pelanggan tersebut maka fokus utama bisnis industri telekomunikasi selular terletak pada kualitas layanan dan jangkauan. Dengan data yang ada PT. Telkomsel mempunyai jumlah pelanggan terbesar, karena wilayah jangkauan PT. Telkomsel terluas dan menjangkau seluruh wilayah Indonesia terutama di setiap propinsi. Berikutnya adalah PT. Indosat dan PT. Excelcomindo yang terus meningkat pula jumlah pelanggannya. Hal yang menarik adalah walaupun jumlah pelanggan dipengaruhi infrastruktur, namun pelanggan PT. Indosat cenderung naik meskipun pembangunan infrastrukturnya tidak sebesar PT. Telkomsel. Hal ini dimungkinkan karena beberapa promosi dan inovasi yang dilakukan, dapat dilihat dari pembelanjaan PT. Indosat pada periode yang sama.

SDM mempunyai kontribusi besar terhadap *output* produktifitas dalam industri telekomunikasi selular. Faktor yang berpengaruh secara langsung adalah kinerja dari industri telekomunikasi selular. Semakin kinerja industri telekomunikasi selular maka *output* setiap pekerja di dalamnya juga semakin besar dan semakin besar industri telekomunikasi selular maka kebutuhan akan tenaga kerja juga akan semakin naik. Untuk SDM tertinggi adalah PT. Telkomsel kemudian PT. Indosat dan PT. Excelcomindo. Data menunjukkan bahwa SDM untuk industri telekomunikasi selular cenderung naik di setiap kuartalnya. Hal ini menunjukkan bahwa perkembangan dan kemajuan industri telekomunikasi selular yang signifikan. Jumlah SDM tertinggi dipegang oleh PT. Indosat yaitu pada tahun 2004-2007, tetapi kenaikan yang signifikan terjadi pada PT. Telkomsel di mana pada tahun 2008 mengalami kenaikan yang signifikan, sehingga mencatatkan sebagai pemilik SDM terbanyak pada industri telekomunikasi selular. Hal ini berbeda dengan dua industri telekomunikasi lainnya, yaitu PT. Indosat dan PT. Excelcomindo yang cenderung stabil dalam kepemilikan SDM. Dengan melihat kenaikan jumlah SDM yang ada maka memberikan pengertian bahwa

industri telekomunikasi selular selalu berkembang dan mengikuti perkembangan teknologi dengan merekrut SDM yang berkompeten dan profesional.

Pengujian normalitas berdasarkan bentuk dari *probability distribution function* (PDF) dari variabel random berbentuk distribusi normal atau tidak. Jika histogram residual menyerupai grafik distribusi normal, bentuk grafis distribusi normal ini menyerupai lonceng seperti distribusi t dimana jika grafik distribusi normal tersebut dibagi dua akan mempunyai bagian yang sama. Dengan melihat data pada variabel bebas terhadap variabel terikat berpengaruh maka model kontribusi industri telekomunikasi selular terhadap perekonomian negara berdistribusi normal.

Berdasarkan uji *Jarque-Bera* didapatkan hasil \hat{n} -value = 0,934311 > 0.05 dari hasil yang ada maka dapat terima H_0 . Sehingga dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini, dengan tingkat keyakinan 95% dapat dikatakan *error term* terdistribusi secara normal. Pengujian multikolinieritas dilakukan dengan metoda VIF (*Variance Inflation Tolerance*) maka hasil tertinggi adalah sebesar 8,28 yaitu untuk hasil regresi variabel bebas untuk *labor* terhadap *expenditure*, *infrastructure*, *customer*, dan SBK, dimana nilai tersebut masih berada jauh di bawah *rule of thumb* VIF sebesar 10. Berdasarkan hasil pengujian ini maka disimpulkan bahwa model terbebas dari permasalahan multikolinieritas.

Sementara nilai *probability f-statistic* ($\hat{n}=0.0000$) signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Hal ini berarti bahwa secara bersama-sama variabel bebas pada model tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat pada tingkat kepercayaan 99%. Selanjutnya pada tahap akhir uji statistik adalah melihat nilai adjusted R^2 . Hasil estimasi telah dilakukan diperoleh bahwa nilai *adjusted R²* semua model adalah 0.99. Hal ini menunjukkan bahwa 99% variabel terikat mampu dijelaskan oleh variabel bebas, sedangkan sisanya sebesar 1 % dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Adanya asumsi dalam model ekonometrika akan menghasilkan nilai bias dan tidak menggambarkan pengaruh murni variabel bebas terhadap variabel terikat. Berdasarkan uji terlihat bahwa tidak ada multikolinieritas antara variabel dalam model. Hal ini

diperlihatkan dengan uji *correlation matrix* yang menunjukkan tidak ada gejala *multicolinearity* dalam model karena hampir semua nilai korelasi masing-masing variabel di bawah 90%, tidak ada hubungan antara variabel bebas dalam model. Dengan demikian, diharapkan setiap variabel bebas dapat memberikan pengaruh yang murni terhadap variabel tidak bebas. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Park, yaitu dengan meregresi residual kuadrat dari model pertumbuhan unit kontribusi industri telekomunikasi selular terhadap perekonomian negara terhadap seluruh variabel bebas. Kemudian dengan mengestimasi nilai t-statistik masing-masing variabel dengan uji 2 sisi pada $\hat{\alpha}=1\%$, $\hat{\alpha}=5\%$ pada df $(20-5) = 15$ masing-masing adalah sebesar 1,753, 2,131. Berdasarkan estimasi, ternyata nilai *probability* dari *Obs*R-squared statistic* lebih besar dari alpha yaitu 0,780 (a, diasumsikan sebesar 5%) maka terima hipotesa Ho (terima Ho berarti tidak terjadi Heteroskedasticity). Hasil regresi menunjukkan bahwa secara statistik semua variabel bebas tidak signifikan mempengaruhi residual kuadrat sehingga dapat disimpulkan bahwa model terbebas dari permasalahan heteroskedastisitas.

Dengan memanfaatkan koreksi *standart error* (*white heteroskedasticity-consisten standar errors & covariance*) di dalam model, maka secara otomatis gejala heteroskedatis sudah diperbaiki secara langsung sehingga diharapkan tidak ada lagi korelasi antara *error term* dengan variabel bebas dalam model dan perilaku *error term* tidak memiliki pola yang sintesis. Hasil dianostik terhadap pelanggaran asumsi klasik, menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini telah

mampu memenuhi kriteria ekonometrika yaitu bebas tidak mengandung adanya gejala heteroskedastisitas. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan membandingkan nilai statistik Durbin-Watson (*d*) hitung dengan nilai *d* kritis/*table*. Berdasarkan *rule of thumb* apabila nilai *d* hitung mendekati nol maka terjadi autokorelasi positif, apabila mendekati empat maka terjadi autokorelasi negatif, model dikatakan aman apabila *d* statistik mendekati angka dua. Berdasarkan hasil estimasi dan perbaikan estimasi, ternyata nilai *probability* dari *Obs*R-squared statistic* lebih besar dari alpha yaitu 0,555 (a, diasumsikan sebesar 5%) maka terima hipotesa Ho (terima Ho berarti tidak terjadi Autocorrelation). Hasil diagnostik terhadap pelanggaran asumsi klasik, menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini telah mampu memenuhi kriteria ekonometrika yaitu bebas adanya gejala auto korelasi.

PEMBAHASAN

Sesuai dengan tujuan penelitian yang ingin dicapai, maka pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode OLS untuk pengolahan data *time series*. Dengan pendekatan ini akan diperoleh seberapa besar kontribusi industri telekomunikasi selular terhadap perekonomian negara (PDB) periode kuartalan 2005-2008. Melalui metode OLS untuk pengolahan data *time series* dapat dilakukan dengan pertimbangan tujuan analisis, dimana dalam penelitian ini juga akan melihat tingkat kontribusi industri telekomunikasi selular terhadap perekonomian negara (PDB) sebagai obyek penelitian yaitu PT. Telkomsel,

Tabel 2
Efek variabel dan Hasil Regresi pada Model Kontribusi Industri Telekomunikasi Selular terhadap Perekonomian Negara

| | Variabel | Koefisien | t Statistik | Probabilitas |
|---|---|------------------|--------------------|---------------------|
| 1 | Belanja (<i>expenditure</i>) | 0.002077 | 0.264356 | 0.7960 |
| 2 | Infrastruktur (<i>infrastructure</i>) | 0.331733 | 4.987659* | 0.0003 |
| 3 | Pelanggan (<i>customer</i>) | 0.303139 | 3.799197* | 0.0025 |
| 4 | SDM (<i>labor</i>) | 0.089045 | 2.439507* | 0.0312 |
| 5 | Suku Bunga Kredit | -0.009792 | -2.187110* | 0.0493 |
| 6 | R ² | 0.998767 | | |
| 7 | R ² Adj | 0.998150 | | |
| 8 | Prop F Stat | 0.000000 | | |
| 9 | DW | 1.720866 | | |

*Berpengaruh Signifikan terhadap variabel terikat (PDB)

PT. Indosat, PT. Excelcomindo.

Berdasarkan hasil estimasi model seperti yang ditunjukkan pada Tabel 2 nampak semua variabel signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Model yang diestimasi menghasilkan nilai koefisien determinasi (R^2) dan koefisien determinasi yang disesuaikan (*adjusted* R^2) yang cukup tinggi, yaitu di atas 75% dan dapat dianggap sangat baik untuk estimasi data *time series*.

Koefisien Ln(EXP) sebesar positif 0.002077 menunjukkan bahwa belanja (*expenditure*) dari industri telekomunikasi selular terhadap peningkatan PDB memiliki elastisitas sebesar 0.002077. Dengan demikian, setiap penambahan sebesar 1% belanja dari industri telekomunikasi selular akan meningkatkan ekonomi negara (PDB) sebesar 0.002077% dengan asumsi variabel lain tetap (*ceteris paribus*). Dengan melihat hasil penghitungan, belanja (*expenditure*) industri telekomunikasi selular mempunyai sifat tidak elastis. Berdasarkan hasil olah ekonometrika, koefisien Ln(INF) sebesar 0.331733 menunjukkan bahwa infrastruktur (*infrastructure*) dari industri telekomunikasi selular mempunyai kontribusi positif terhadap peningkatan PDB dengan elastisitas sebesar 0.331733. Dengan demikian, setiap penambahan sebesar 1% infrastruktur (*infrastructure*) dari industri telekomunikasi selular, maka akan meningkatkan ekonomi negara (PDB) sebesar 0.331733% dengan asumsi variabel lain tetap (*ceteris paribus*). Berdasarkan koefisien yang ada maka infrastruktur merupakan variabel paling besar dalam memberikan kontribusinya terhadap perekonomian negara (PDB). Hasil penghitungan data menunjukkan infrastruktur industri telekomunikasi selular mempunyai sifat tidak elastis.

Berdasarkan Tabel 2 untuk variabel pelanggan (*customer*), maka data hasil regresi dapat dianalisis bahwa koefisien Ln(CUS) sebesar positif 0.303159 yang menunjukkan bahwa pelanggan industri telekomunikasi selular terhadap peningkatan PDB memiliki elastisitas sebesar 0.303159. Dengan demikian, setiap penambahan sebesar 1% pelanggan industri telekomunikasi selular, maka akan meningkatkan ekonomi negara (PDB) sebesar 0.303159% dengan asumsi variabel lain tetap. Dengan melihat penghitungan data yang ada, maka pelanggan industri telekomunikasi selular mempunyai sifat tidak elastis. Berdasarkan Tabel 2 untuk variabel SDM (*labor*), dapat

dianalisis sebagai berikut bahwa koefisien Ln(LAB) sebesar positif 0.089045 yang artinya menunjukkan bahwa pelanggan industri telekomunikasi selular terhadap peningkatan PDB memiliki elastisitas sebesar 0.089045. Dengan demikian, setiap penambahan sebesar 1% pelanggan industri telekomunikasi selular, maka akan meningkatkan ekonomi negara (PDB) sebesar 0.089045% dengan asumsi variabel lain tetap. SDM industri telekomunikasi selular mempunyai sifat tidak elastis. Berdasarkan Tabel 2, nampak variabel kontrol yang pertama yaitu SBK dapat dianalisis bahwa koefisien SBK sebesar -0.009792 menunjukkan SBK memiliki elastisitas sebesar -0.009792. Setiap kenaikan SBK sebesar 1%, akan menurunkan ekonomi negara (PDB) sebesar 0.009792% dengan asumsi variabel lain tetap (*ceteris paribus*). Dengan elastisitas sebesar, -0.009792 maka SBK mempunyai sifat tidak elastis.

Belanja (*expenditure*) mempunyai pengaruh positif terhadap perekonomian negara hal ini dikarenakan dengan belanja pada industri telekomunikasi selular dapat menggerakkan sektor bisnis lainnya. Adanya keterkaitan dan ketergantungan bisnis seperti belanja iklan, menggaji pekerja, biaya operasional, perawatan dan pembangunan infrastruktur memberikan dampak nyata bagaimana industri telekomunikasi selular mempunyai hubungan dengan sektor bisnis lainnya. Semakin besar tingkat belanja industri telekomunikasi selular maka semakin besar pula tingkat kontribusinya terhadap perekonomian negara. Berdasarkan angka elastisitas sebesar 0.002077%, maka belanja pada industri telekomunikasi mempunyai sifat tidak elastis. Tingkat belanja industri telekomunikasi selular juga dipengaruhi tingkat SBK yang berlaku, karena kebijakan moneter dari pemerintah tersebut mempengaruhi seberapa besar industri telekomunikasi selular membelanjakan uangnya. Apabila tingkat SBK yang berlaku tinggi maka industri telekomunikasi selular akan cenderung melakukan *saving*, sebaliknya apabila tingkat SBK yang berlaku rendah, maka tinggi industri telekomunikasi selular akan cenderung melakukan belanja baik belanja operasional maupun investasi.

Adanya pengaruh positif infrastruktur industri telekomunikasi selular terhadap perekonomian negara, karena semakin bertambahnya jumlah BTS, maka menunjukkan kenaikan investasi yang dilakukan oleh

industri telekomunikasi seluler, dimana estimasi biaya pembangunan BTS berkisar antara Rp600 juta sampai dengan Rp2,5 Milyar rupiah. Namun, pengaruh infrastruktur terhadap PDB akan signifikan setelah melewati satu kuartal, karena setiap BTS memiliki kapasitas layanan mencapai 1.000–1.500 pelanggan. Dengan rata-rata pertumbuhan pelanggan industri telekomunikasi seluler 58,39% pertahun, maka hanya dibutuhkan waktu kurang lebih 3 bulan untuk menunjukkan signifikansi infrastruktur BTS terhadap perekonomian negara. Meskipun memberikan pengaruh positif terhadap PDB, namun penambahan jumlah *tower* BTS belakangan ini membuat masalah tersendiri bagi pemerintah karena fenomena ini adalah sesuatu yang pasti terjadi seiring keinginan setiap industri telekomunikasi seluler untuk memperluas *coverage area*.

Untuk merespon bertambahnya *tower* milik para industri telekomunikasi seluler, maka pemerintah melalui Menteri Komunikasi dan Infomatika (MENKOMINFO) mengeluarkan kebijakan mengenai pembangunan menara melalui peraturan terbaru Peraturan Menteri Kominfo No. 2/PER/M.KOMINFO/3/2008 tentang Pedoman Pembangunan dan Penggunaan Menara Telekomunikasi. Berdasarkan peraturan tersebut, terutama pada pasal 5 yang menyebutkan bahwa kini *tower* BTS wajib digunakan secara bersama tanpa mengganggu pertumbuhan industri telekomunikasi. Hal ini menjadi landasan bahwa kini *tower* BTS wajib digunakan oleh minimal 2 industri telekomunikasi seluler. Pengaruh infrastruktur industri telekomunikasi seluler terhadap perekonomian negara sifatnya elastis karena mempunyai nilai elastisitas sebesar 0.331733, dan memiliki pengaruh paling besar terhadap perekonomian negara (PDB). Berdasarkan hasil penghitungan, infrastruktur industri telekomunikasi seluler mempunyai sifat tidak elastis.

Berdasarkan hasil regresi pada variabel pelanggan industri telekomunikasi seluler menunjukkan bahwa konsumsi masyarakat terhadap telekomunikasi seluler memberikan kontribusi positif terhadap PDB. Dengan kontribusi tersebut, menunjukkan pentingnya industri telekomunikasi seluler memelihara pelanggan dengan memberikan layanan terbaik bagi mereka. Elastisitas pada variabel pelanggan yang sebesar 0.303159%, sehingga variabel pelanggan mempunyai kontribusi besar terhadap

perekonomian negara (PDB). Besarnya pelanggan juga mempengaruhi jumlah infrastruktur jaringan yang harus disediakan. Semakin besar pelanggan berarti semakin besar pula pemasukan bagi industri telekomunikasi seluler, sehingga apabila kenaikan jumlah pelanggan terjadi maka belanja industri telekomunikasi seluler juga akan meningkat, termasuk investasi perluasan wilayah jangkauan dengan mendirikan BTS, belanja operasional, dan penambahan pegawai. Pelanggan juga mempunyai peran dalam meningkatkan kemampuan industri telekomunikasi seluler untuk mengadopsi perkembangan teknologi yang ada. Semakin cepat perkembangan teknologi, semakin cepat pula kebutuhan masyarakat untuk mengakses teknologi tersebut.

Berdasarkan hasil variabel SDM (*labor*), industri telekomunikasi seluler tidak elastis karena nilai elastisitas sebesar 0.089045. Industri telekomunikasi seluler memberikan kontribusi terhadap penyerapan tenaga kerja, walaupun relatif tidak besar persentasenya. *Output* produktifitas SDM di industri telekomunikasi seluler lebih didominasi oleh tenaga kerja yang terdidik dan profesional, sehingga secara kuantitas kecil tetapi secara kualitas besar. Karena kontribusinya yang besar terhadap penyerapan tenaga kerja maka, perlu diperhatikan kemajuan dari industri telekomunikasi seluler. Apabila industri ini berkembang lebih baik maka meningkat pula kebutuhan akan SDM yang ada, sehingga penyerapan tenaga kerja juga semakin besar.

Berdasarkan hasil variabel kontrol SBK, diperoleh hasil bahwa nilai elastisitasnya sebesar -0.009792%. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan SBK sebesar 1% akan menurunkan PDB sebesar 0.009792%, Hal ini disebabkan dengan tingginya suku bunga maka konsumsi atau belanja publik akan berkurang karena dengan SBK yang tinggi maka ada kecenderungan untuk menyimpan uangnya di bank dan dibelanjakan untuk investasi keuangan karena lebih menguntungkan dari pada diinvestasikan ke belanja riil. SBK juga mempunyai pengaruh yang besar terhadap pengeluaran industri telekomunikasi seluler. Ketika SBK menurun maka tingkat belanja industri telekomunikasi seluler akan naik, sebaliknya apabila SBK naik maka tingkat belanja industri telekomunikasi seluler akan turun. Hal ini memperlihatkan pengaruh

yang signifikan antar dua variabel tersebut. Dengan tingkat SBK yang tinggi, industri telekomunikasi selular akan cenderung menunda belanja yang sifatnya belanja modal, karena dengan suku bunga yang tinggi akan mempengaruhi harga barang dipasar, sehingga industri telekomunikasi selular membutuhkan kestabilan SBK sebagai dasar perencanaan bidang keuangan perusahaan. Berdasarkan angka elastisitas yang ada, maka SBK mempunyai sifat tidak elastis.

Keempat variabel di atas juga sangat dipengaruhi struktur pasar untuk industri telekomunikasi selular, yaitu struktur pasar oligopoli. Dalam struktur pasar oligopoli, beberapa perusahaan menjual produk yang sama dimana hanya dibedakan corak atau model layanannya saja, jadi tingkat persaingan industri telekomunikasi selular sangat tinggi seperti penetapan harga yang sangat dipengaruhi kompetitornya, dan respon terhadap kondisi kompetitor berlangsung secara cepat. Hal ini menjadi alasan utama dalam industri telekomunikasi selular dalam menganggarkan belanja untuk pemasaran termasuk di dalamnya belanja periklanan. Untuk mendapatkan pelanggan, industri telekomunikasi selular juga meningkatkan kapasitas infrastruktur yang ada, sehingga dengan jumlah infrastruktur yang ada menunjukkan seberapa banyak wilayah yang dapat dilayani.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Kondisi umum industri telekomunikasi selular secara umum mengalami kenaikan untuk Belanja (*expenditure*), Infrastruktur (*infrastructure*), Pelanggan (*customer*), SDM (*labor*) di setiap kwartal (*quarter*), tetapi PT.Telkomsel masih berada pada posisi di atas, berikutnya PT. Indosat dan PT Excelcomindo. Belanja industri telekomunikasi selular berpengaruh positif terhadap perekonomian negara (PDB), pengaruh positif tersebut merupakan indikator perputaran ekonomi yang baik di industri telekomunikasi selular, perputaran ekonomi tersebut dipacu karena adanya belanja rutin dan modal industri telekomunikasi selular dan investasi infrastruktur. Berdasarkan hasil analisis regresi, setiap penambahan *expenditure* industri

telekomunikasi selular sebesar 1%, maka akan meningkatkan ekonomi negara (PDB) sebesar 0.002077% dengan asumsi variabel lain tetap (*ceteris paribus*). Infrastruktur industri telekomunikasi selular berpengaruh positif terhadap perekonomian negara (PDB). Variabel infrastruktur merupakan variabel yang paling signifikan dibanding variabel lain. Hal ini menunjukkan infrastruktur industri telekomunikasi selular mempunyai peran penting dalam pembangunan ekonomi negara, mulai dari peningkatan kapasitas jangkauan layanan sampai dengan nilai investasi yang tinggi. Penambahan infrastruktur BTS dari industri telekomunikasi selular sebesar 1%, akan menaikkan ekonomi negara (PDB) sebesar 0.331733% dengan asumsi variabel lain tetap (*ceteris paribus*).

Pelanggan industri telekomunikasi selular berpengaruh positif terhadap perekonomian negara (PDB). Variabel pelanggan menunjukkan kondisi kapasitas layanan dan besarnya pemasukan industri telekomunikasi selular. Hasil analisis regresi, setiap penambahan *customer* dari industri telekomunikasi selular sebesar 1%, akan meningkatkan meningkatkan ekonomi negara (PDB) 0.303159% dengan asumsi variabel lain tetap (*ceteris paribus*). SDM (*labor*) industri telekomunikasi selular mempunyai pengaruh positif terhadap perekonomian negara (PDB). Hal ini disebabkan semakin naik kinerja industri telekomunikasi selular maka kebutuhan SDM meningkat pula, sehingga kontribusinya terhadap perekonomian negara (PDB) juga naik karena adanya penyerapan tenaga kerja. Hasil analisis regresinya adalah, setiap penambahan labor sebesar 1% dari industri telekomunikasi selular, maka akan meningkatkan meningkatkan ekonomi negara (PDB) sebesar 0.089045%. Suku Bunga Kredit (SBK) mempunyai pengaruh negatif terhadap perekonomian negara (PDB). Hal ini disebabkan karena SBK mempunyai pengaruh terhadap uang yang beredar, maka ketika SBK naik maka jumlah uang beredar akan turun karena banyak diinvestasikan secara finansial seperti obligasi perbankan, tabungan dan deposito. Apabila SBK turun maka jumlah uang beredar akan bertambah dan investasi dalam bentuk *riil* atau belanja. Dengan melihat hasil regresi maka apabila setiap kenaikan SBK sebesar 1%, maka akan menurunkan perekonomian negara (PDB) sebesar 0.009792% dengan asumsi variabel lain tetap (*ceteris*

paribus).

Berdasarkan hasil penelitian untuk variabel belanja (*expenditure*) dari industri telekomunikasi selular maka pemerintah dianggap perlu mengeluarkan kebijakan melonggarkan angka kredit dengan menurunkan suku bunga kredit perbankan dan menstabilkannya. Industri telekomunikasi selular dapat lebih banyak mendapat kredit dari perbankan dan secara langsung mampu mempengaruhi kenaikan tingkat belanja masing-masing industri telekomunikasi selular.

Saran

Dengan melihat data hasil penelitian untuk variabel infrastruktur dari industri telekomunikasi selular, maka pemerintah dianggap perlu mengeluarkan kebijakan penggunaan infrastruktur bersama (*infrastructure sharing*) dan membatasi pembangunan *tower* atau pemancar BTS, sehingga tercipta efisiensi pada industri telekomunikasi selular. Berdasarkan hasil penelitian variabel *customer* dari industri telekomunikasi selular, pemerintah dalam hal ini dituntut untuk memberikan kebijakan untuk industri telekomunikasi selular agar dapat berkompetisi secara lebih bijak di antaranya dengan cara menetapkan tarif dasar untuk layanan telekomunikasi selular. Selain itu pemerintah juga perlu menurunkan biaya interkoneksi dan koneksi data (*internet*) sehingga tarif layanan industri telekomunikasi selular lebih murah terutama untuk koneksi data. Dengan layanan yang baik dan dengan harga yang murah, maka akan meningkatkan teledensitas, dan ini memberikan pengaruh langsung terhadap kemajuan industri telekomunikasi selular. Berdasarkan hasil penelitian untuk variabel SDM (*labor*) dari industri telekomunikasi selular, maka pemerintah perlu ada kebijakan khusus yang memberikan kesempatan industri telekomunikasi selular untuk lebih meningkatkan produktivitasnya dan kualitasnya sehingga dengan produktivitas dan kemajuan yang tinggi, industri telekomunikasi selular dapat menyerap tenaga kerja lebih banyak. Dengan kebutuhan SDM yang tinggi maka dapat menyerap pengangguran yang ada, terutama SDM terdidik dan terampil. Berdasarkan SDM yang tinggi, industri telekomunikasi selular secara langsung dapat memberikan kontribusinya terhadap perekonomian

negara.

Penelitian ini mempunyai kelebihan dalam hal penyampaian, pengolahan, dan analisis data secara lebih detail yang berkaitan dengan industri telekomunikasi selular. Pada analisis kondisi, dapat diketahui kondisi terkini industri telekomunikasi selular sehingga dapat menjadi bahan referensi dalam pengambilan keputusan di bidang telekomunikasi. Untuk hasil analisis regresi, maka dapat diketahui variabel industri telekomunikasi selular mana yang signifikan mempengaruhi perekonomian negara, sehingga pengambilan kebijakan dapat difokuskan pada variabel yang paling signifikan tersebut.

Perlu dilakukan penelitian lanjutan dan lebih dalam untuk melihat kondisi industri telekomunikasi selular, sebagai acuan untuk pembangunan industri telekomunikasi selular di masa datang, sehingga industri ini akan terus memberikan kontribusinya terhadap ekonomi negara dengan kontribusi yang terus meningkat baik dalam peningkatan PDB, penyerapan tenaga kerja serta memberikan layanan terbaik bagi masyarakat sebagai pengguna jasa industri telekomunikasi selular. Obyek penelitian perlu ada penambahan seiring dengan makin banyaknya perusahaan telekomunikasi selular baru yang masuk dalam pasar industri telekomunikasi selular. Berdasarkan kecenderungan tersebut maka obyek penelitian dimungkinkan berubah, mengikuti kondisi pasar yang ada, kalau perlu obyek penelitian adalah semua pelaku industri telekomunikasi selular, sehingga dengan data yang ada akan lebih bisa menterjemahkan kondisi industri telekomunikasi selular serta kontribusinya terhadap perekonomian negara.

DAFTAR PUSTAKA

- Afuah, Tucci, (2003) *Internet Business Model and Strategy*, Newyork, McGraw-Hill
- Widarjono, Agus, (2007). *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*, Yogyakarta, Ekonisia.
- Blanchard, Olivier, (2006). *Macroeconomics*, New Jersey, Pearson Prentice Hall.

- BPPT, (2008), *Indikator Teknologi Informasi dan Komunikasi*, Jakarta, BPPT.
- Davenport, Leibold, (2006), Voelpel, *Strategic Management In The Innovation Economy*, Germany, Wiley.
- Eka, Gempar, (2008), *Membangun Telekomunikasi Untuk Kebangkitan dan Kesejahteraan Negeri*. Jakarta, IT Taskforce.
- Gujarati Damodar, (1995). *Basic Econometrics*. New York, MacGraw-Hill.
- Jill Griffin, (1997) *Customer Loyati*,. Los Angeles, Los Angeles Times.
- Joesron Suhartati, Fathorrozi (2003), *Teori Ekonomi Mikro*,. Jakarta, Salemba Empat.
- Kagami, Tsuji, (2002), *Digital Divide or Digital Jump*, Chiba Japan, JETRO.
- Lincolin, Arsyad, (1999), *Ekonomi Manajerial*, Yogyakarta BPFE.
- Lipsek dkk, (1995), *Pengantar Makro Ekonomi*, Jakarta, Binarupa Aksara .
- Mankiw, N.G, (2004), *Principle of Economic*, South Western, Thomson
- Mankiw, N.G, (2006), *Marcoeconomic*. 6th edition. Newyork, Worth Publiser
- Meier, (1995), *Leading Issue In Economic Development*, Newyork, Oxford University Pers.
- Nachrowi D. Nachrowi, Usman Hardius, (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, Jakarta, FEUI.
- Parson, Wayne, (2001), *Public Policy*, London, Edward Elgar Publising.
- Pindyck, Rubinfeld, (2001), *Mikro Ekonomi*, New Jersey, Pearson Prentice Hall
- Rahardja, Pratama dan Manurung Mandala, (2004), *Pengantar Ilmu Ekonomi*, Jakarta, FEUI.
- Ruttan, (2001), *Technology, Growth, and Development*, Newyork, Oxford University Pers.
- Samuelson, (1995), Nordhaus, *Economics*, Newyork, McGraw-Hill.
- Subana, Sudrajat, (2005), *Dasar-Dasar Penelitian Ilmiah*, Bandung, Pusaka Setia.
- Todaro, (2000), *Pembangunan Ekonomi di Dunia Ketiga*, New York, New York University.
- Varian, Farrell, Shapiro, (2004), *The Economic of Information Technology*, Cambridge, Cambridge University Pers.

ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN LAPORAN KEUANGAN TERHADAP RETURN SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)

Tri Astuti

Perumahan Kaliurang Pratama B/14
Jalan Kaliurang KM. 7,3 Yogyakarta, 55281
E-mail: triastuti@yahoo.co.id

ABSTRACT

The objectives of this study are: 1) to examine the information contents of income statements dated December 31, showed by significant abnormal returns. 2) to investigate the influence of fundamental variables on abnormal returns. The samples used in this study are 50 manufacturing firms listed at BEJ, which are actively traded between 2004-2005. The samples are recognized by purposive random sampling method. Six variables used as fundamental variables are account receivables (PD), inventory (PERSD), gross profit margin (LK), earnings per share (EPS), operating cash flows (OCF) and return on assets (ROA) variables, and one control variable that is size. PD, PERSD, and LK variables are measured by two years averaging model. EPS variable are measured by current period EPS minus EPS one year before current period, divided by stock price one year before current period. While OCF and ROA variables are measured by annual percentage change. Size is proxied by natural logarithm of total assets. Multiple regressions are used to test the hypotheses in order to know the influence of each fundamental variables on the cumulative abnormal returns (CAR). Three models used to measure CAR: market model, mean adjusted model, and market adjusted model. The examining results of information content for 2004 using one sample t-test showed that CAR measured by mean adjusted model is significant at p-value 0.01. While for 2005, CAR was significant at p-value 0.1 (mean adjusted model). On the other hand, CAR market model and market adjusted model are not

significant both for 2004 and 2005. The regression results for 2004 and 2005 also show that using mean adjusted model at operating cash flows (OCF) variable affect the magnitude of CAR positively significant, while return on assets (ROA) variable affect the magnitude of CAR positively significant for 2004.

Keywords: Information Contents, CAR, Market Model, Mean Adjusted Model, Market Adjusted Model, Fundamental Variables

PENDAHULUAN

Perkembangan industri yang terjadi di Indonesia menyebabkan timbulnya persaingan yang sangat ketat di antara perusahaan. Agar dapat bertahan dalam persaingan yang ketat tersebut, setiap perusahaan harus dapat meningkatkan laba perusahaan dengan cara lebih memperkuat struktur modalnya. Salah satu cara untuk meningkatkan modal adalah dengan cara menjual saham kepada masyarakat atau lebih dikenal dengan istilah *go public*. Laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan yang dikomunikasikan kepada pihak luar, investor misalnya, diharapkan mempunyai nilai informasi yang dapat digunakan investor dalam pengambilan keputusan melakukan investasi atau tidak. Suatu laporan keuangan yang mempunyai kandungan informasi yang penting, akan direspon oleh para investor melalui harga saham. Informasi yang terkandung dalam laporan keuangan perusahaan dapat

menjadi berita bagus maupun berita buruk bagi investor sehingga kemungkinan bahwa pada saat pengumuman laporan keuangan perusahaan tersebut dilakukan, pihak investor akan bereaksi terhadap harga saham perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian, para investor dapat membuat keputusan apakah menjual atau membeli saham perusahaan tersebut.

Tidak semua informasi yang dimiliki oleh perusahaan dapat diakses dengan mudah dan cepat oleh para investor.. Hal tersebut menyebabkan timbulnya *asymmetric information*. *Asymmetric information* merupakan kondisi yang menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi, sedangkan investor yang lainnya tidak mempunyai informasi. Investor yang mempunyai informasi ini dapat menikmati *abnormal return* (Jogiyanto, 2000). Pihak manajemen dapat mengurangi tingkat *asymmetric information* dengan menyampaikan informasi yang dimilikinya kepada masyarakat. Salah satu metode yang biasanya digunakan oleh para analis untuk melakukan analisis terhadap laporan keuangan adalah analisis fundamental. Analisis ini mencoba untuk menghitung nilai intrinsik dari suatu saham dengan menggunakan data keuangan dan data yang terkait (data fundamental) dari perusahaan tersebut untuk memperkirakan nilai saham dan meramalkan pergerakan harga saham di masa mendatang (Quirin dan Allen, 2000; Jogiyanto, 2000). Dalam pasar yang efisien pada bentuk setengah kuat (*semistrong*) akan ada *lag* dalam proses penyesuaian harga terhadap informasi baru, dimana investor dapat melakukan analisis fundamental untuk memperoleh *abnormal return* (Tandelilin, 2001).

Penelitian-penelitian yang mengangkat isu berkaitan dengan pengumuman laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan dengan penentuan harga saham di antaranya dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) yang melakukan penelitian tentang hubungan laba dengan harga saham di *New York Stock Exchange* (NYSE). Mereka menemukan hubungan yang signifikan antara perubahan laba dengan perubahan rata-rata *return* tahunan di bulan pengumuman laba tahunan. Dengan melakukan pengujian hubungan antara *return* saham dengan laba ternyata menunjukkan bahwa informasi yang terkandung dalam angka laba tahunan berguna bagi investor. Chambers dan Penman (1984) melakukan

penelitian yang menguji batas waktu pengumuman laporan rugi-laba terhadap perilaku harga saham di sekitar tanggal pengumuman. Holthausen dan Larcker (1992) melakukan investigasi kemampuan model statistik berdasarkan pada informasi akuntansi untuk memprediksi *abnormal return*. Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa informasi akuntansi dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return* yang signifikan.

Easton dan Haris (1991) menemukan bahwa *abnormal return* dapat memberikan penjelasan yang lebih baik terhadap *return* sekuritas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *earnings per share* (EPS) dan perubahan *earnings per share* memberikan persamaan nilai yang berarti terhadap *return* saham. Lev dan Thiagarajan (1993) mengemukakan bahwa dalam memprediksi *future earnings* menggunakan dua belas sinyal fundamental yang digunakan, yaitu *inventory*, *accounts receivable*, *capital expenditure*, *R&D*, *gross margin*, *sales and administrative expenses*, *provision for doubtful receivables*, *effective tax*, *order backlog*, *labor force*, *LIFO earnings*, dan *audit qualification*. Hasil penelitian ini menemukan bahwa sebagian sinyal fundamental tersebut memberikan nilai relevansi tambahan terhadap laba dengan menambah *explanatory power* laba sebesar 70%.

Abarbanell dan Bushee (1997) menguji kembali sinyal fundamental oleh Lev dan Thiagarajan (1993). Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa analisis fundamental memberi sinyal yang menyediakan informasi tentang *future return* yang dihubungkan dengan *future earnings news*, dan *abnormal return* yang signifikan diperoleh untuk jangka waktu satu tahun ke depan. Penelitian Abarbanell dan Bushee (1998) kembali melakukan pengujian mengenai apakah penerapan analisis fundamental dapat menghasilkan *abnormal return* secara signifikan. Hasil yang diperoleh adalah bahwa *abnormal return* dengan strategi fundamental berkaitan dengan perubahan *earnings* setahun berikutnya. Witkowska (2006) menguji hubungan antara *return* saham dengan variabel fundamental di *Warsawa Stock Exchange*. Penelitian ini memperoleh hasil bahwa variabel fundamental mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* saham. Di Indonesia, penelitian mengenai sinyal-sinyal fundamental sudah banyak dilakukan, di antaranya dilakukan oleh Suryaningrum (2000) dan Dewi (2006).

Penelitian ini memperoleh hasil yang konsisten bahwa hanya sinyal laba kotor yang memberi hasil yang signifikan berhubungan dengan kinerja saham perusahaan.

Dalam penelitian ini, peneliti akan membuktikan mengenai kemungkinan *abnormal return* saham dapat diperoleh dengan pendekatan analisis fundamental. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel fundamental piutang dagang, persediaan, laba kotor, *earnings per share* (EPS), *operating cash flow* (OCF), *return on assets* (ROA), serta menggunakan ukuran perusahaan (*size*) sebagai variabel kontrol. Perumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah pengumuman laporan keuangan perusahaan mempunyai kandungan informasi yang diukur dengan *abnormal return* dan apakah variabel fundamental seperti piutang dagang, persediaan, laba kotor, *earnings per share* (EPS), *operating cash flow* (OCF), *return on assets* (ROA) dapat menjelaskan besarnya nilai *abnormal return* saham. Tujuan penelitian adalah untuk membuktikan kandungan informasi dari suatu pengumuman laporan keuangan perusahaan dan untuk membuktikan pengaruh variabel fundamental seperti piutang dagang, persediaan, laba kotor, *earnings per share* (EPS), *operating cash flow* (OCF), *return on assets* (ROA) terhadap *abnormal return* saham.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Pasar modal merupakan pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Selain itu, pasar modal juga mengemban fungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Pasar modal juga mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak investor dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang paling optimal (Tandelilin, 2001). Pasar modal harus bersifat likuid dan efisien, untuk dapat menarik pembeli dan penjual agar dapat berpartisipasi di dalamnya (Jogiyanto, 2000). Pasar modal dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Pada pasar yang efisien harga sekuritas akan dengan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut sehingga investor tidak akan dapat memanfaatkan informasi

untuk mendapatkan *abnormal return* di pasar. Sebaliknya, pada pasar yang kurang efisien, maka harga sekuritas akan kurang mencerminkan semua informasi yang ada atau terdapat *lag* dalam proses penyesuaian harga, sehingga akan terbuka celah bagi investor untuk mendapatkan keuntungan dengan memanfaatkan situasi *lag* tersebut (Tandelilin, 2001).

Menurut Fama (1970) dalam Jogiyanto (2000), mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien kedalam tiga bentuk *efficient market hypothesis* (EMH) yaitu 1) Efisiensi pasar dalam bentuk lemah (*weak form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah berarti harga-harga dari sekuritas yang terbentuk sekarang akan secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu; 2) Efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan, termasuk informasi yang ada dalam laporan keuangan perusahaan emiten; dan 3) Efisiensi pasar dalam bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat.

Menurut Jogiyanto (2000), analisis fundamental atau yang sering disebut analisis perusahaan merupakan salah satu analisis yang digunakan untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan data keuangan yang ada di perusahaan. Menurut Penman (2001) terdapat lima tahap pemrosesan dalam analisis fundamental. Tahap pertama yaitu memahami bisnis perusahaan yang meliputi pengetahuan tentang produk dan strategi yang diterapkan perusahaan sehingga nantinya dapat mempertinggi tingkat keyakinan terhadap penilaian bisnis tersebut. Tahap kedua adalah melakukan analisis informasi baik yang berasal dari dalam laporan keuangan maupun yang berasal dari luar laporan keuangan. Pada tahap ketiga merupakan tahap peramalan hasil, dimana para pemegang saham akan mendapatkan hasil dalam bentuk deviden dan laba penjualan saham dan nantinya dari hasil tersebut akan diubah ke dalam bentuk penilaian pada tahap keempat. Tahap kelima adalah pengambilan keputusan investasi dari hasil penilaian yang sudah dilakukan di tahap keempat.

Menurut Penman (2001), *abnormal return* merupakan kelebihan *return* yang terjadi pada suatu sekuritas sebagai kompensasi dari risiko dan nilai uang terhadap waktu. *Abnormal return* dapat digunakan sebagai alat ukur dalam menilai reaksi pasar terhadap informasi yang dikeluarkan atau dipublikasikan dari suatu pengumuman. Studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman merupakan studi peristiwa (Jogiyanto, 2000). Studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman dan dapat juga untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Beaver (1968) menguji pengaruh pengumuman laba terhadap volume transaksi dan pergerakan harga saham. Beaver menyatakan bahwa perubahan harga saham akan tampak lebih besar pada saat laba diumumkan dibandingkan saat-saat lain selama periode yang bersangkutan. Bamber (1986) melakukan penelitian untuk menguji hubungan antara volume perdagangan sekuritas dengan pengumuman *annual earnings*. Penelitian ini memperoleh bukti bahwa pada saat *annual earnings* perusahaan diumumkan, volume perdagangan menjadi lebih tinggi dan signifikan dibandingkan dengan rata-rata perdagangan selama tahun pengamatan.

Ariff dan Johnson (1990) melakukan penelitian terhadap pengaruh pengumuman dan efisiensi pasar di pasar perdagangan yang kecil (*thin market*) di Singapura. Penelitian ini menghasilkan bukti bahwa untuk kategori *earnings* yang meningkat, menunjukkan adanya *excess return* yang positif pada sekitar bulan pengumuman dan untuk kategori *earnings* yang menurun, memperlihatkan *cummulative abnormal return* yang negatif dan signifikan pada sekitar bulan pengumuman. Ball dan Kothari (1991) mencoba melakukan pengujian terhadap risiko (*risk*), *return*, dan *abnormal return* saham di hari-hari sekitar pengumuman kuartalan laporan keuangan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa perusahaan yang masuk dalam kategori *small firms* memperoleh *abnormal return* yang positif baik di periode sebelum dan sesudah pengumuman, namun untuk perusahaan *big firms* memperoleh negatif *abnormal return* mulai periode -10 sampai +5. Husnan, Hanafi, dan Wibowo (1996) melakukan pengamatan dampak pengumuman laporan keuangan terhadap kegiatan perdagangan

saham. Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa kegiatan perdagangan sebelum pengumuman menunjukkan angka yang lebih besar dan signifikan apabila dibandingkan dengan kegiatan perdagangan sesudah pengumuman.

Lipe (1986) meneliti hubungan antara komponen-komponen yang terdapat pada *earnings* dengan *return saham*. Dengan menggunakan variabel *gross profit, general and administrative expenses, depreciation expenses, interest expenses, income taxes, dan other items*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keenam variabel tersebut secara statistik signifikan dapat menambah kemampuan menjelaskan pada *return* saham. Ou dan Penman (1989) merumuskan metode untuk menganalisis laporan keuangan dengan memperoleh hasil ukuran yang ringkas dari laporan keuangan yang diakui sebagai indikator *earnings* pada masa yang akan datang. Penelitian ini menghasilkan bukti bahwa dengan menggunakan *logit regression model*, terhadap 68 elemen laporan keuangan, terdapat 34 dari 68 elemen tersebut mempunyai koefisien estimasi kurang dari 10%. Hal ini menunjukkan bahwa informasi akuntansi mengandung informasi fundamental yang tidak tercermin dalam harga saham.

Ou (1990) melakukan penelitian untuk membuktikan bahwa laporan keuangan bukan hanya mengandung informasi historis namun juga mampu mengestimasi *earnings* di masa mendatang. Hasilnya menunjukkan bahwa angka-angka yang terdapat dalam laporan keuangan mengandung informasi yang dapat dipakai untuk memprediksi laba setahun mendatang. Chan, Hamao, dan Lakonishok (1991) melakukan penelitian hubungan variabel-variabel dalam laporan keuangan terhadap *return* saham di Jepang periode tahun 1971-1988. Variabel yang digunakan adalah variabel *earnings yield, size, book to market ratio, dan cash flow yield*. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan yang signifikan antara keempat variabel tersebut dengan *return* yang diharapkan di pasar Jepang.

Easton dan Haris (1991) menemukan bahwa laba atau laba yang tidak diduga (*abnormal return*) dapat memberikan penjelasan yang lebih baik terhadap *return* sekuritas. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *earnings per share* (EPS) sebagai variabel pertama dan perubahan *earnings per share* sebagai variabel kedua (sebagai wakil dari laba tidak diduga)

memberikan persamaan nilai yang berarti terhadap *return* saham. Lev dan Thiagarajan (1993) menguji *value relevance* tambahan dua belas sinyal fundamental. Hasil penelitian ini membuktikan adanya relevansi sinyal-sinyal ini dengan menunjukkan bahwa sinyal-sinyal *inventory*, *accounts receivable*, *capital expenditure*, *gross margin*, *sales and administrative expenses*, *order backlog*, dan *labor force* berhubungan negatif dengan *excess return*.

Abarbanell dan Bushee (1997) juga melakukan penelitian untuk melihat korelasi antar sinyal fundamental berdasarkan akuntansi dengan harga saham. Penelitian ini hanya mengadopsi 9 sinyal fundamental Lev dan Thiagarajan (1993). Penelitian ini mendapatkan bukti langsung bahwa baik *earnings* masa yang akan datang, maupun revisi terhadap *forecast* analisis atas *earnings* masa yang akan datang berhubungan secara signifikan dengan beberapa sinyal pada periode sampel yang mereka uji. Abarbanell dan Bushee (1998) melakukan pengujian apakah penerapan analisis fundamental dapat meningkatkan *abnormal return* secara signifikan. Dengan tetap menggunakan 9 sinyal fundamental yang telah digunakan pada penelitian sebelumnya. Berdasarkan penelitiannya diperoleh bukti bahwa sinyal-sinyal fundamental menyediakan informasi mengenai *return* saham pada masa yang akan datang yang berhubungan dengan berita mengenai *earnings* masa yang akan datang. Selanjutnya didapatkan bahwa *abnormal earnings* yang signifikan biasanya akan diperoleh di sekitar pengumuman *earnings*.

Suryaningrum (2000) melakukan studi empiris terhadap *abnormal return* dan strategi analisis fundamental selama periode tahun 1993 sampai dengan 1996 dengan tujuan untuk membuktikan apakah penerapan analisis fundamental dapat menghasilkan *abnormal return* secara signifikan. Penelitian ini menggunakan 6 variabel fundamental (persediaan, piutang dagang, pengeluaran modal, margin kotor, biaya penjualan dan administrasi, serta pajak efektif) untuk memprediksi *abnormal return*. Dengan menggunakan *mean-adjusted model* dan *market-adjusted model* untuk mengestimasi *return* ekspektasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa dari keenam variabel fundamental yang digunakan, hanya satu variabel fundamental yang berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return*, yaitu variabel

laba kotor (*gross margin*).

Quirin dan Allen (2000) melakukan penelitian empiris selama 17 tahun dengan pengujian terhadap sampel dari 16.328 observasi tahun persediaan. Penelitian ini menggunakan model *ordinary least squares regression*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa sinyal fundamental memiliki nilai tambah yang relevan ketika *earnings* didominasi oleh elemen-elemen yang bersifat transitori. Triyono dan Hartono (2000) menguji hubungan kandungan informasi arus kas, komponen arus kas, dan laba akuntansi dengan harga dan *return* saham. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa total arus kas tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan harga saham, tetapi dari hasil analisis ditemukan bahwa pemisahan total arus kas ke dalam tiga komponen arus kas yaitu dari aktivitas pendanaan, investasi dan operasi mempunyai hubungan yang signifikan dengan harga saham. Kemudian hasil pengujian dengan menggunakan model *return* menunjukkan bahwa semua hipotesis yang diajukan tidak berhasil didukung oleh data.

Chaeroni (2001) menguji hubungan variabel fundamental dengan *abnormal return* di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1996-1999. Dengan menggunakan variabel fundamental *inventory*, *account receivables*, *capital expenditures*, *gross margin*, *selling expenses*, *effective tax rate*, dan *labor force*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya sinyal *capital expenditures* saja yang berpengaruh dengan *abnormal return*. Kananlua (2002) melakukan penelitian bertujuan untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman laporan keuangan per 31 Desember yang ditunjukkan oleh *abnormal return* yang signifikan dan untuk mengetahui pengaruh faktor fundamental terhadap *abnormal return*. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa margin kotor, *operating cash flow* (OCF) mempengaruhi *cumulative abnormal return* secara positif dan signifikan untuk *market-adjusted model*, sedangkan untuk *market-model* hanya variabel *operating cash flow* (OCF) yang secara signifikan mempengaruhi *cumulative abnormal return* (CAR).

Sunarso (2003) menguji pengaruh *return on assets* (ROA) dan *economic value added* (EVA) terhadap *return* saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa baik ROA maupun EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Yarnest

(2003) melakukan penelitian untuk mengetahui apakah kinerja keuangan perusahaan mempunyai pengaruh terhadap *return saham*. Dengan menggunakan sampel perusahaan *Food and Beverage* yang *listing* di Bursa Efek Surabaya, penelitian ini menunjukkan bukti bahwa variabel EPS, EVA, ROA, ROE, dan FL secara simultan tidak berpengaruh signifikan dengan *return* saham. Pradhono dan Christiawan (2004) melakukan penelitian untuk menganalisis pengaruh *economic value added* (EVA), *residual income* (RI), *earnings*, dan *operating cash flow* (OCF) terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *earnings* dan *operating cash flow* (OCF) signifikan secara statistik atau berpengaruh terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.

Susanto dan Siregar (2005) melakukan penelitian untuk mengetahui peran saling melengkapi laba dan arus kas operasi dalam menjelaskan variasi *return saham*. Hasil dari penelitian ini memberikan tambahan bukti yang mendukung penelitian sebelumnya bahwa laba akuntansi dan arus kas operasi mengandung informasi bagi pihak investor. Dewi (2006) melakukan penelitian untuk mengetahui hubungan antara beberapa sinyal fundamental dengan kinerja saham perusahaan sebelum mengalami pengkondisian dan setelah mengalami pengkondisian. Penelitian ini menggunakan lima variabel fundamental yaitu piutang dagang, persediaan, biaya administrasi dan penjualan, laba kotor sebagai variabel kontrol, serta arus kas yang berasal dari kegiatan operasi sebagai variabel independen utama. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hanya sinyal laba kotor yang signifikan. Sedangkan hasil analisis terhadap sinyal fundamental setelah mengalami pengkondisian berhasil membuktikan bahwa mayoritas sinyal-sinyal fundamental menjadi lebih signifikan ketika dikondisikan pada situasi inflasi.

Witkowska (2006) menguji hubungan antara *return* saham dan variabel fundamental untuk perusahaan yang *listing* di *Poland Stock Exchange*. Dengan menggunakan panel data model penelitian ini menggunakan 187 perusahaan dari tahun 1999-2003. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *return* saham satu tahun mendatang berhubungan signifikan dengan tiga variabel fundamental yaitu *gross margin*, *sales*

and *administrative expenses*, dan *return on assets*. Variabel *gross margin* dan *leverage* signifikan pada *return* tiga bulan mendatang, dan *leverage* juga signifikan pada *return* satu bulan mendatang. Selain itu, *return* saham juga mempunyai hubungan yang kuat dengan *price-earnings ratio*.

Laporan keuangan adalah laporan yang menyajikan angka-angka akuntansi dari operasi dan posisi keuangan dari perusahaan dalam satu periode tertentu berupa laporan neraca, laporan rugi-laba, dan laporan arus kas. Laporan keuangan adalah salah satu informasi yang penting bagi investor, karena dengan melakukan analisis terhadap laporan keuangan diharapkan dapat menilai kinerja dan prospek perusahaan pada masa yang akan datang yang nantinya dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Oleh karena itu, laporan keuangan memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan oleh investor sehingga dapat mempengaruhi harga saham dan juga nilai perusahaan. Nilai perusahaan atau nilai fundamental ditunjukkan oleh informasi yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan. Dengan melakukan analisis pada laporan keuangan dapat diperoleh nilai-nilai yang tidak direfleksikan pada harga saham (Ou dan Penman, 1989).

Husnan, Hanafi, dan Wibowo (1996) melakukan penelitian tentang reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa laporan keuangan mempunyai dampak terhadap pasar (laporan keuangan cukup *informative*). Francis dan Schipper (1999) dalam Kananlua (2002) melakukan penelitian untuk mengetahui apakah informasi dalam laporan keuangan masih relevan untuk digunakan para investor. Penelitian ini menggunakan total *return* yang diperoleh dari informasi laporan keuangan dan berdasarkan pada *explanatory power* dari informasi akuntansi untuk mengukur *market value* yaitu kemampuan *earnings* untuk menjelaskan *annual market-adjusted return* dan kemampuan *earnings* dan *book value* dari asset dan hutang untuk menjelaskan *market value of equity*. Penelitian ini memperoleh hasil adanya penurunan relevansi pada informasi *earnings* dan menunjukkan peningkatan relevansi pada informasi laporan neraca dan informasi *book value*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka rumusan hipotesis untuk pengumuman laporan keuangan adalah sebagai berikut:

H₁: Pengumuman laporan keuangan mempunyai kandungan informasi yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*.

Piutang merupakan salah satu komponen yang terdapat dalam laporan keuangan. Lev dan Thiagarajan (1993) menyatakan bahwa kenaikan piutang dagang yang tidak sebanding dengan kenaikan penjualan dipandang sebagai sinyal negatif. Berbagai alasan yang menjadi dampak dari ketidakseimbangan peningkatan jumlah piutang terhadap penjualan yaitu 1) kesulitan perusahaan untuk menjual produknya dan umumnya akan memicu dilakukannya perpanjangan masa jatuh tempo piutang; 2) peningkatan dalam penyisihan piutang yang tidak tertagih yang akan mempengaruhi pendapatan perusahaan di masa mendatang; dan 3) adanya manajemen laba yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan dalam bentuk pencatatan pendapatan yang belum terealisasi sebagai penjualan. Saat perusahaan mengalami kegagalan dalam mengelola penjualan kreditnya, maka diperkirakan terdapat kesulitan dalam pengumpulan uang kas. Penurunan uang kas akan menyebabkan menurunnya kemampuan perusahaan untuk meraih laba, yang menyebabkan para investor kurang berminat untuk membeli saham perusahaan sehingga harga saham menurun dan selanjutnya *return* saham menjadi menurun. Tanda positif menunjukkan *bad news* sedangkan tanda negatif menunjukkan *good news* sehingga diduga sinyal piutang dagang berpengaruh negatif dengan *return* saham.

Bukti empiris mengenai hal ini telah diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993), Abarbanell dan Bushee (1997) dan Abarbanell dan Bushee (1998) yang menyimpulkan bahwa sinyal piutang dagang berpengaruh secara negatif terhadap *return* saham. Akan tetapi, penelitian Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) tidak berhasil menunjukkan bahwa sinyal piutang dagang signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka rumusan hipotesis untuk sinyal piutang dagang adalah:

H₂: Piutang dagang berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Persediaan merupakan salah satu komponen yang terdapat dalam neraca. Dengan melakukan analisis terhadap persediaan, diharapkan dapat memperoleh informasi mengenai kinerja perusahaan pada masa

yang datang. Lev dan Thiagarajan (1993) menyatakan bahwa kenaikan persediaan yang lebih cepat dibanding kenaikan penjualan dipandang sebagai sinyal yang negatif. Hal ini memberi kesan bahwa perusahaan kesulitan dalam melakukan penjualan dan menunjukkan bahwa perusahaan terlalu banyak menyimpan barang yang belum terjual yang lambat laun akan menurunkan perolehan *earnings*. Dengan demikian, para investor tidak tertarik untuk membeli saham perusahaan yang bersangkutan sehingga akan menurunkan *return* saham dan demikian sebaliknya. Tanda positif menunjukkan *bad news* sedangkan tanda negatif menunjukkan *good news* sehingga diduga sinyal persediaan berpengaruh negatif dengan *return* saham.

Lev dan Thiagarajan (1993), Abarbanell dan Bushee (1997), dan Abarbanell dan Bushee (1998) telah mendapatkan bukti empiris bahwa sinyal persediaan berpengaruh secara negatif dengan *return* saham. Akan tetapi, penelitian Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) tidak berhasil menunjukkan bahwa sinyal persediaan signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka rumusan hipotesis untuk sinyal persediaan adalah:

H₃: Persediaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Laba kotor adalah salah satu komponen yang terdapat dalam laporan keuangan yaitu laporan rugi-laba. Laba kotor diperoleh dengan mengurangi harga pokok penjualan dari total penjualan. Lev dan Thiagarajan (1993) menyatakan bahwa penurunan laba kotor yang melebihi penurunan penjualan dipandang sebagai *bad news* oleh para analis. Adanya perubahan laba kotor yang tidak proporsional akan mempengaruhi kinerja perusahaan dalam jangka waktu panjang serta berimplikasi juga terhadap pendapatan serta nilai perusahaan. Tanda positif menunjukkan *bad news* sedangkan tanda negatif menunjukkan *good news* sehingga diduga sinyal laba kotor berpengaruh negatif dengan *return* saham.

Bukti mengenai pengaruh yang negatif antara sinyal ini dengan *earnings* telah diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993), Abarbanell dan Bushee (1997), Abarbanell dan Bushee (1998). Selain itu, hasil penelitian Suryaningrum (2000), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) menunjukkan bahwa sinyal laba kotor signifikan. Akan

tetapi, penelitian Chaeroni (2001) tidak berhasil menunjukkan bahwa laba kotor signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka rumusan hipotesis untuk sinyal laba kotor adalah:

H₄: Laba kotor berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Earnings per share (EPS) merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan per lembar saham bagi pemiliknya. Rasio ini merupakan perbandingan antara *earnings after tax* dengan jumlah lembar saham beredar. Informasi mengenai *earnings per share* penting bagi calon investor karena dapat memberikan gambaran mengenai bagaimana keuntungan yang dapat diperoleh dalam suatu periode tertentu dengan memiliki saham suatu perusahaan dan untuk mengetahui bagaimana prestasi perusahaan tersebut dalam menghasilkan keuntungan baginya. Alasan pemilihan variabel ini sebagai salah satu variabel independen adalah karena semakin besar *earnings per share*, berarti semakin besar keuntungan yang akan diperoleh investor jika memegang saham tersebut. Hal ini tentu saja akan meningkatkan harga saham di pasar, karena besarnya nilai *earnings per share* ini akan membuat saham perusahaan semakin menarik untuk dimiliki atau dibeli. *Earnings per share* lebih diperhatikan oleh investor dalam melakukan analisis perubahan harga saham karena rasio tersebut lebih utama memberikan gambaran bagian keuntungan yang diperoleh untuk pemegang saham biasa (Munawir, 2002). Rasio ini penting artinya bagi investor karena besar kecilnya deviden yang dapat diperoleh sangat dipengaruhi oleh besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) dan Easton dan Haris (1991) menyimpulkan bahwa *earnings per share* berpengaruh positif dengan *return* saham. Hasil penelitian Mulyono (2000) menunjukkan bahwa *earnings per share* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap harga dan *return* saham. Akan tetapi penelitian Yarnest (2003) tidak berhasil menunjukkan bahwa variabel *earnings per share* signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka rumusan hipotesis untuk *earnings per share* adalah:

H₅: *Earnings per share* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Arus kas dari kegiatan operasi merupakan salah satu bentuk pengungkapan laporan keuangan dan mengandung informasi yang dapat digunakan oleh para investor untuk menilai kinerja perusahaan. Arus kas dari kegiatan operasi merupakan aliran kas yang berasal dari operasi perusahaan yang didapatkan dengan cara menjumlahkan antara *net operating income after tax* (NOPAT) dengan depresiasi (Brigham dan Houston, 2001). Ali (1994) menguji kandungan informasi inkremental arus kas dengan model linier dan nonlinier. Berdasarkan model linier, ditemukan bahwa arus kas operasi tidak memiliki kandungan informasi inkremental. Sedangkan dengan pengujian model nonlinier, ditemukan bukti empiris arus kas operasi mengandung informasi inkremental.

Penelitian yang dilakukan oleh Triyono dan Hartono (2000) yang mengatakan bahwa arus kas operasi mempunyai hubungan yang signifikan dengan harga saham. Hal senada juga dikemukakan oleh Gentry dkk. (1985) dalam Tandililin (2001) yang mengemukakan bahwa informasi aliran kas merupakan informasi penting untuk menilai kinerja perusahaan dan memprediksi kemungkinan kebangkrutan atau suksesnya perusahaan pada masa yang akan datang. Adanya peningkatan arus kas operasi untuk setiap tahunnya, akan memberikan sinyal positif kepada para investor karena dengan peningkatan arus kas maka berarti tersedia dana yang cukup untuk membiayai operasi perusahaan maupun untuk membiayai investasi. Hal ini akan memberikan sinyal yang positif kepada investor sehingga mereka tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut.

Penelitian Kananlua (2002), Pradhono dan Christiawan (2004), dan Witkowska (2006) menunjukkan bahwa variabel arus kas operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Akan tetapi penelitian Dewi (2006) tidak berhasil menunjukkan bahwa variabel arus kas operasi signifikan. Berdasarkan uraian tersebut maka rumusan hipotesis untuk *operating cash flow* adalah:

H₆: *Operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Return on assets (ROA) merupakan salah satu rasio keuangan yang diperoleh dari laporan keuangan yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan dan juga dapat digunakan untuk memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan (Ohlson, 1980). Sehingga dapat

dikatakan bahwa *return on assets* (ROA) merupakan alat ukur efisiensi dari suatu perusahaan dalam menciptakan laba dari total aktiva yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ROA yang diperoleh, maka semakin tinggi pula tingkat kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba atas aktiva yang dimilikinya sehingga dengan adanya peningkatan laba akan berdampak pada kenaikan *return* saham.

Return on assets (ROA) merupakan rasio laba bersih terhadap total aktiva yang mengukur pengembalian atas total aktiva setelah bunga dan pajak (Brigham dan Houston, 2001). Selanjutnya *return on assets* dikatakan baik kalau ROA suatu perusahaan individu lebih tinggi dari ROA rata-rata industri atau dapat dikatakan bahwa ROA suatu perusahaan individu baik kalau terjadi peningkatan rasio ROA untuk setiap tahunnya. Dengan adanya perubahan ROA untuk setiap periode akan memberikan sinyal yang positif maupun sinyal yang negatif terhadap para investor. Apabila terjadi peningkatan ROA maka dapat ditafsirkan sebagai hal yang positif oleh para investor dan demikian pula sebaliknya. Penelitian yang dilakukan oleh Yarnest (2003) dan Witkowska (2006) menunjukkan hasil bahwa variabel *return on assets* mempunyai hubungan signifikan dengan *return* saham. Penelitian Sunarso (2003) tidak berhasil menunjukkan bahwa variabel *return on assets* signifikan. Berdasarkan uraian tersebut maka rumusan hipotesis untuk variabel *return on assets* adalah sebagai berikut:

H₁: *Return on assets* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Pojok BEJ UGM, Pojok BEJ Universitas Islam Indonesia Yogyakarta, dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2002-2005. Jenis data yang dikumpulkan adalah berupa laporan keuangan 31 Desember, tanggal pengumuman laporan keuangan 31 Desember, frekwensi perdagangan saham dan data harga saham harian dari masing-masing perusahaan, serta indeks harga saham gabungan (IHSG) masing-masing perusahaan sampel.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ sedangkan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur berdasarkan klasifikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Pemilihan sampel

dilakukan dengan cara *purposive random sampling*, artinya populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan kriteria yang sudah ditentukan oleh peneliti. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut 1) perusahaan manufaktur yang *listed* di BEJ tahun 2004-2005; 2) saham perusahaan yang menjadi sampel adalah aktif diperdagangkan selama periode pengamatan. Kriteria yang digunakan untuk memilih emiten yang sahamnya aktif diperdagangkan berdasarkan pada surat edaran PT Bursa Efek Jakarta No. SE-03/BEJ II-1/1/1994, yaitu apabila frekwensi perdagangannya selama 3 bulan sebanyak 75 kali atau lebih; dan 3) perusahaan manufaktur yang mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun selama 2002-2005 (laporan keuangan per 31 Desember 2002, 2003, 2004, dan 2005) secara berturut-turut.

Tahap pertama yang dilakukan dalam penelitian ini adalah mengidentifikasi tanggal pengumuman laporan keuangan. Tahap kedua adalah menentukan *event window* atau periode pengamatan dimana reaksi harga saham terhadap pengumuman laporan keuangan akan diukur. *Event window* yang digunakan adalah selama 7 hari yaitu tiga hari sebelum dan tiga hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan (t_{-3} hingga t_{+3}). Tahap ketiga adalah 1) menghitung *return* saham sesungguhnya (*actual return*) harian masing-masing saham untuk periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan; 2) menghitung *return* pasar (*expected return*) masing-masing saham selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan; 3) menghitung *abnormal return* masing-masing saham yaitu selisih antara *actual return* dengan *expected return* dengan menggunakan *mean adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model* selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan; 4) menghitung *cumulative abnormal return* (CAR) masing-masing saham selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan; dan 5) menguji apakah benar-benar terjadi *abnormal return* selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan. Tahap keempat adalah melakukan

regresi antara variabel dependen dengan variabel independen.

Untuk menghitung *abnormal return* dalam penelitian ini digunakan tiga model yaitu *mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model*. Hasil ketiga model ini, digunakan untuk mengetahui model mana yang lebih baik digunakan untuk memprediksi *abnormal return*. Sedangkan untuk memperoleh *Cumulative Abnormal Return (CAR)* adalah merupakan penjumlahan *abnormal return* selama periode pengamatan, dengan rumus sebagai berikut:

$$CAR_i = \sum_{t=3}^{t+3} AR_{it}$$

dimana:

CAR_i = *cumulative abnormal return* saham perusahaan i.

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada periode t.

Untuk menguji *cumulative abnormal return* tersebut dilakukan uji-t yang menguji hipotesis nol dengan rumus:

$$t = \frac{CAR_i}{KSE}$$

dimana:

t = t-hitung.

CAR_i = *cumulative abnormal return* perusahaan i.

KSE = kesalahan standar estimasi.

Apabila t-hitung > t-tabel, maka hipotesis nol ditolak, yang berarti terjadi *abnormal return* pada periode pengamatan.

Keterangan:

Tanda Δ menunjukkan suatu persentase perubahan variabel dari rata-ratanya 2 tahun yang lalu sebagai contoh: Δ Piutang dagang = ((piutang_t - E(piutang_t)) /

E (Piutang_t)). Sedangkan untuk menghitung nilai ekspektasi piutang atau ditulis E (piutang), dapat diperoleh dengan menggunakan *two-year averaging model* sebagai berikut: E(Piutang) = (Piutang_{t-1} +

Piutang_{t-2}) / 2. Cara perhitungan persentase perubahan pada variabel persediaan dan variabel laba kotor serta persentase perubahan penjualan sama dengan cara perhitungan persentase perubahan pada variabel piutang dagang.

Variabel kontrol merupakan variabel yang berfungsi untuk mengontrol variabel independen dan atau variabel dependen. Tujuan digunakannya variabel kontrol dalam penelitian ini yaitu untuk menetralkan pengaruh variabel-variabel luar yang tidak perlu dan untuk menjembatani hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Dalam penelitian ini menggunakan satu variabel kontrol yaitu *size* (ukuran perusahaan). Ukuran perusahaan yang digunakan adalah log natural (Ln) dari total aset.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan metode analisis regresi berganda untuk mengetahui pengaruh sinyal-sinyal fundamental terhadap *abnormal return*. Untuk menguji hipotesis

Tabel 1
Pengukuran Variabel Independen

| Sinyal | Pengukuran |
|----------------------------------|---|
| Piutang Dagang | Δ piutang dagang - Δ penjualan |
| Persediaan | Δ persediaan - Δ penjualan |
| Laba Kotor | Δ penjualan - Δ laba kotor |
| <i>Earnings per share (EPS)</i> | Δ EPS = $EPS_t - EPS_{t-1}$ / harga saham _{t-1} |
| <i>Operating Cash Flow (OCF)</i> | Δ (NOPAT + depresiasi) |
| <i>Return on Assets (ROA)</i> | Δ (EAT / total assets) |

dilakukan dengan uji t. Model yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$CAR_i = a + b_1PD + b_2PERSD + b_3LK_i + b_4EPS_i + b_5OCF_i + b_6ROA_i + b_7Size_i + e_i$$

dimana:

- CAR_i = *cumulative abnormal return* pada perusahaan i.
- a = *intercept*.
- b₁- b₇ = koefisien regresi.
- PD = nilai sinyal piutang dagang pada perusahaan i.
- PERSD = nilai sinyal persediaan pada perusahaan i.
- LK = nilai sinyal laba kotor pada perusahaan i.
- EPS = *earnings per share* pada perusahaan i.
- OCF = *operating cash flow* pada perusahaan i.
- ROA = *return on assets* pada perusahaan i.
- Size = ukuran perusahaan i.
- e = variabel pengganggu.

HASIL PENELITIAN

Dalam melakukan pengujian terhadap kandungan informasi dengan menggunakan *market model*, *mean adjusted model*, dan *market adjusted model*. Berdasarkan perhitungan ketiga model tersebut diperoleh *abnormal return* selama periode pengamatan dari masing-masing perusahaan yang dijadikan sampel. Penjumlahan *abnormal return* selama periode pengamatan akan diperoleh *cumulative abnormal return (CAR)*. Dengan bantuan program SPSS untuk melakukan pengujian terhadap CAR,

dapat diketahui ada tidaknya kandungan informasi dari pengumuman laporan keuangan perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap *cumulative abnormal return (CAR)* selama periode pengamatan (selama 7 hari) diperoleh hasil bahwa *cumulative abnormal return* nilai tidak sama dengan nol. Hal ini ditunjukkan dengan t-hitung untuk *mean adjusted model* tahun 2004 signifikan pada level 1% dan *mean adjusted model* tahun 2005 yang signifikan pada level 10%. Sedangkan nilai t-hitung yang negatif pada *mean adjusted model* tahun 2004 menunjukkan bahwa kebanyakan perusahaan yang dijadikan sampel, harga sahamnya mengalami penurunan selama periode pengamatan. Berdasarkan hasil Tabel 2 menunjukkan bahwa pengumuman laporan keuangan per 31 Desember mengandung informasi yang dapat digunakan oleh para investor dalam pengambilan keputusan untuk membeli atau menjual saham.

Reaksi positif maupun negatif pasar terhadap pengumuman laporan keuangan tercermin dari naik turunnya (*volatility*) volume transaksi perdagangan dan harga saham atau *abnormal return* sebelum, selama, dan sesudah tanggal pengumuman laporan keuangan. Berdasarkan ketiga model untuk menghitung *abnormal return*, maka terlihat bahwa *market model* tahun 2004 dan 2005 serta *market adjusted model* tahun 2004 dan 2005 tidak memberikan informasi selama periode pengamatan karena t-hitung tidak signifikan.

Penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 0,01 untuk *mean adjusted model* tahun 2004. Apabila nilai signifikansi masing-masing variabel independen kurang dari nilai signifikansi 0,01 berarti terjadi heteroskedastisitas atau varians errornya homokedastisitas. Namun apabila signifikansi variabel independen lebih dari 0,01 berarti tidak terjadi

Tabel 2
Hasil Pengujian CAR Dengan One Sample t-test

| Model | Lap. Keuangan 31 Des. 2004 | | | Lap. Keuangan 31 Des. 2005 | | |
|------------------------------|----------------------------|-------------|-----------|----------------------------|-------------|---------|
| | Mean. | Std Dev. | t-hitg. | Mean. | Std Dev. | t-hitg. |
| <i>Market Model</i> | -0,020978 | 0,010677931 | -1,389 | 0,01545542 | 0,070560303 | 1,549 |
| <i>Mean Adjusted Model</i> | -0,041683 | 0,108398216 | -2,719*** | 0,01914940 | 0,071680202 | 1,889* |
| <i>Market adjusted model</i> | -0,000855 | 0,093191675 | -0,065 | -0,002533 | 0,068113927 | -0,263 |

Keterangan * sign pada level 10%
 *** sign pada level 1%

heteroskedastisitas. Sedangkan untuk *mean adjusted model* tahun 2005 menggunakan tingkat signifikansi 0,1. Apabila nilai signifikansi masing-masing variabel independen kurang dari nilai signifikansi 0,1 berarti terjadi heteroskedastisitas atau varians *error*nya homokedastisitas. Namun, apabila signifikansi variabel independen lebih dari nilai signifikansi 0,1 berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

Berdasarkan data pada hasil tampilan *output* SPSS uji Glejser Tabel 3 menunjukkan tidak adanya variabel independen yang memiliki signifikansi di bawah 0,01. Hal tersebut menunjukkan bahwa *varians error* dalam model regresi tersebut homoskedastisitas setelah mengeluarkan *outlier* dari 53 sampel hingga

menjadi 50 sampel akhir. Dengan demikian, model regresi berganda tersebut dapat digunakan untuk menguji variabel-variabel penelitian.

Berdasarkan data pada hasil tampilan *output* SPSS uji Glejser Tabel 4 menunjukkan tidak adanya variabel independen yang memiliki signifikansi di bawah 0,1. Hal tersebut menunjukkan bahwa *varians error* dalam model regresi tersebut homoskedastisitas setelah mengeluarkan *outlier* dari 53 sampel hingga menjadi 50 sampel akhir. Dengan demikian, model regresi berganda tersebut dapat digunakan untuk menguji variabel-variabel penelitian.

Untuk mendeteksi apakah antara variabel-variabel independen yang digunakan mempunyai kolineritas yang tinggi atau tidak, maka dalam

Tabel 3
Hasil Uji Heteroskedastisitas *Mean Adjusted* Model Tahun 2004

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 0,424 | 1,276 | | 0,333 | 0,741 |
| | PD | -0,279 | 0,176 | -0,232 | -1,584 | 0,121 |
| | PERSD | -0,346 | 0,253 | -0,188 | -1,369 | 0,178 |
| | LK | -0,177 | 0,074 | -0,886 | -2,380 | 0,022 |
| | EPS | -0,287 | 0,110 | -0,982 | -2,612 | 0,012 |
| | OCF | 0,002 | 0,015 | 0,017 | 0,119 | 0,906 |
| | ROA | 0,527 | 0,356 | 0,208 | 1,481 | 0,146 |
| | LnSize | 0,011 | 0,046 | 0,030 | 0,231 | 0,819 |

a. Dependent Variable: resCAR

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas *Mean Adjusted* Model Tahun 2005

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 2,476 | 1,562 | | 1,585 | 0,120 |
| | PD | -0,172 | 0,164 | -0,158 | -1,048 | 0,301 |
| | PERSD | -0,284 | 0,229 | -0,190 | -1,236 | 0,223 |
| | LK | -0,019 | 0,029 | -0,097 | -0,646 | 0,522 |
| | EPS | 0,118 | 0,095 | 0,236 | 1,241 | 0,222 |
| | OCF | 0,004 | 0,002 | 0,313 | 1,631 | 0,110 |
| | ROA | -0,110 | 0,073 | -0,242 | -1,504 | 0,140 |
| | LnSize | -0,063 | 0,056 | -0,183 | -1,124 | 0,267 |

a. Dependent Variable: resCAR

penelitian ini menggunakan nilai *tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika nilai *tolerance* < 0,10; maka terdapat multikolinieritas, sedangkan jika nilai VIF < 10, maka tidak terdapat multikolinieritas.

Berdasarkan data Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dari variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize lebih dari 0,10 dan nilai VIFnya lebih kecil dari 10. Dengan demikian, variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize tidak memiliki korelasi antarvariabel, sehingga menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize.

Berdasarkan data Tabel 6 menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dari variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize lebih dari 0,10 dan nilai VIFnya lebih kecil dari 10. Dengan demikian, variabel PD, PERSD, LK,

EPS, OCF, ROA, LnSize tidak memiliki korelasi antarvariabel, sehingga menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada variabel PD, PERSD, LK, EPS, OCF, ROA, LnSize.

Untuk uji *Kolmogorov-Smirnov* pada penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 1% untuk *mean adjusted model* tahun 2004, sehingga jika probabilitas (*asympt sig*) lebih besar daripada signifikansi 0,01 maka data residual berdistribusi normal. Dengan demikian, asumsi normalitas terpenuhi. Sedangkan untuk *mean adjusted model* tahun 2005 menggunakan tingkat signifikansi 10%, sehingga jika probabilitas (*asympt sig*) lebih besar daripada signifikansi 0,1 maka data residual berdistribusi normal. Dengan demikian, asumsi normalitas terpenuhi. Hasil pengujian normalitas adalah sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Uji Multikolinieritas Mean Adjusted Model Tahun 2004

Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 (Constant) | 0,203 | 0,190 | | 1,066 | 0,292 | | |
| PD | -0,002 | 0,026 | -0,008 | -0,073 | 0,942 | 0,784 | 1,275 |
| PERSD | -0,054 | 0,038 | -0,154 | -1,427 | 0,161 | 0,890 | 1,124 |
| LK | 0,004 | 0,009 | 0,111 | 0,386 | 0,701 | 0,126 | 7,936 |
| EPS | -0,013 | 0,016 | -0,240 | -0,813 | 0,421 | 0,119 | 8,402 |
| OCF | 0,013 | 0,002 | 0,646 | 5,675 | 0,000 | 0,803 | 1,246 |
| ROA | 0,103 | 0,053 | 0,214 | 1,939 | 0,059 | 0,852 | 1,173 |
| LnSize | -0,009 | 0,007 | -0,137 | -1,324 | 0,193 | 0,970 | 1,031 |

a. Dependent Variable: CAR

Tabel 6
Hasil Uji Multikolinieritas Mean Adjusted Model Tahun 2005

Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 (Constant) | 0,247 | 0,173 | | 1,428 | 0,161 | | |
| PD | -0,013 | 0,018 | -0,099 | -0,702 | 0,487 | 0,877 | 1,140 |
| PERSD | -0,027 | 0,025 | -0,155 | -1,075 | 0,288 | 0,844 | 1,185 |
| LK | 0,005 | 0,003 | 0,198 | 1,412 | 0,165 | 0,891 | 1,122 |
| EPS | -0,007 | 0,010 | -0,120 | -0,676 | 0,503 | 0,553 | 1,809 |
| OCF | 0,001 | 0,000 | 0,392 | 2,189 | 0,034 | 0,544 | 1,838 |
| ROA | -0,011 | 0,008 | -0,205 | -1,364 | 0,180 | 0,774 | 1,293 |
| LnSize | -0,008 | 0,006 | -0,206 | -1,356 | 0,182 | 0,756 | 1,323 |

a. Dependent Variable: CAR

Tabel 7
Hasil Uji Normalitas *Mean Adjusted Model Tahun 2004*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | Standardized Residual |
|----------------------------------|----------------|-----------------------|
| N | | 50 |
| Normal Parameters ^{a,b} | Mean | 0,0000000 |
| | Std. Deviation | 0,92582010 |
| Most Extreme Differences | Absolute | 0,092 |
| | Positive | 0,092 |
| | Negative | -0,057 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | 0,647 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | 0,796 |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Tabel 8
Hasil Uji Normalitas *Mean Adjusted Model Tahun 2005*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | Standardized Residual |
|----------------------------------|----------------|-----------------------|
| N | | 50 |
| Normal Parameters ^{a,b} | Mean | 0,0000000 |
| | Std. Deviation | 0,92582010 |
| Most Extreme Differences | Absolute | 0,108 |
| | Positive | 0,108 |
| | Negative | -0,077 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | 0,764 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | 0,604 |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan Tabel 7 menunjukkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar daripada 0,01 atau tidak signifikan.

Berdasarkan Tabel 8 menunjukkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi yang lebih besar daripada **0,1 atau tidak signifikan.**

Tabel 9
Hasil Analisis Regresi Berganda Mean Adjusted Model 2004

| <i>Mean Adjusted Model Tahun 2004</i> | Koefisien | Nilai t | Sig t |
|---------------------------------------|------------------|----------------|--------------|
| Konstanta | | 1,066 | 0,292 |
| PD | -0,008 | -0,073 | 0,942 |
| PERSD | -0,154 | -1,427 | 0,161 |
| LK | 0,111 | 0,386 | 0,701 |
| EPS | -0,240 | -0,813 | 0,421 |
| OCF | 0,646 | 5,675 | 0,000*** |
| ROA | 0,214 | 1,939 | 0,059* |
| Ln Size | -0,137 | -1,324 | 0,193 |

N = 50

Adj R² = 0,491

F = 7,754

Sig = 0,000

Keterangan:

* sig 10%

*** sig 1%

Tabel 10
Hasil Analisis Regresi Berganda Mean Adjusted Model 2005

| <i>Mean Adjusted Model Tahun 2005</i> | Koefisien | Nilai t | Sig t |
|---------------------------------------|------------------|----------------|--------------|
| Konstanta | | 1,428 | 0,161 |
| PD | -0,099 | -0,702 | 0,487 |
| PERSD | -0,155 | -1,075 | 0,288 |
| LK | 0,198 | 1,412 | 0,165 |
| EPS | -0,120 | -0,676 | 0,503 |
| OCF | 0,392 | 2,189 | 0,034* |
| ROA | -0,205 | -1,364 | 0,180 |
| Ln Size | -0,206 | -1,356 | 0,182 |

N = 50

adj R² = 0,145

F = 2,187

Sig = 0,055

Keterangan:

* sig 10%

*** sig 1%

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel piutang dagang memiliki nilai signifikansi sebesar 0,942 dan nilai koefisien korelasi -0,008. Dengan menggunakan *level alpha* 1%, nilai piutang dagang lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,942 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa piutang dagang tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*.

Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah -0,073 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 2,678 pada *level alpha* 1%, menunjukkan piutang dagang memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa piutang dagang berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel piutang dagang memiliki nilai signifikansi sebesar 0,487 dan

nilai koefisien korelasi $-0,099$. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai PD lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,487 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa piutang dagang tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah $-0,702$ lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar $1,676$ pada *level alpha* 10%, menunjukkan piutang dagang memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa piutang dagang berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa piutang dagang tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis kedua (H_2) ditolak dan mengindikasikan bahwa informasi piutang dagang tersebut belum direaksi oleh para investor dalam menilai kinerja maupun prospek suatu perusahaan. Hal tersebut disebabkan investor belum memiliki kesadaran tinggi untuk menggunakan informasi piutang dagang tersebut, sehingga informasi piutang dagang tidak dipertimbangkan oleh pihak investor dalam membeli maupun menjual saham.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993) maupun Abarbanell dan Bushee (1997) yang menunjukkan bahwa variabel piutang dagang berpengaruh negatif dengan *abnormal return*. Tetapi penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) yang tidak berhasil menunjukkan bahwa sinyal piutang dagang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan jenis informasi yang digunakan di Indonesia untuk mengambil keputusan dalam membeli atau menjual saham tidak sama dengan jumlah dan jenis informasi yang digunakan oleh para investor yang ada luar negeri.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel persediaan memiliki nilai signifikansi sebesar $0,161$ dan nilai koefisien korelasi $-0,154$. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai persediaan lebih besar dari tingkat signifikansinya atau

$0,161 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa persediaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi, dilihat dari nilai t_{hitung} adalah $-1,427$ lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar $2,678$ pada *level alpha* 1%, menunjukkan persediaan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa persediaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel persediaan memiliki nilai signifikansi sebesar $0,288$ dan nilai koefisien korelasi $-0,155$. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai persediaan lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,288 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa persediaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah $-1,075$ lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar $1,676$ pada *level alpha* 10%, menunjukkan persediaan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa persediaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa persediaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis ketiga (H_3) ditolak, yang mengindikasikan bahwa informasi persediaan tersebut belum direaksi oleh para investor dalam menilai kinerja maupun prospek suatu perusahaan. Hal tersebut disebabkan investor belum memiliki kesadaran tinggi untuk menggunakan informasi persediaan tersebut, sehingga informasi persediaan tidak dipertimbangkan oleh pihak investor dalam membeli maupun menjual saham.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993) maupun Abarbanell dan Bushee (1997) yang menunjukkan bahwa variabel persediaan berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Tetapi penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) yang tidak berhasil menunjukkan bahwa sinyal persediaan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan jenis informasi

yang digunakan di Indonesia untuk mengambil keputusan dalam membeli atau menjual saham tidak sama dengan jumlah dan jenis informasi yang digunakan oleh para investor luar negeri.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 seperti yang tampak pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel laba kotor memiliki nilai signifikansi sebesar 0,701 dan nilai koefisien korelasi 0,111. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai laba kotor lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,701 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa laba kotor tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 0,386 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 2,678 pada *level alpha* 1%, menunjukkan laba kotor memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan bahwa laba kotor berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel laba kotor memiliki nilai signifikansi sebesar 0,165 dan nilai koefisien korelasi 0,198. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai laba kotor lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,165 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa laba kotor tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 1,412 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 1,676 pada *level alpha* 10%, menunjukkan laba kotor memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan bahwa laba kotor berpengaruh negatif terhadap *abnormal return*. Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa laba kotor tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis keempat (H_4) ditolak. Hal ini kemungkinan disebabkan karena secara umum variabel laba kotor merupakan indikator yang kurang kuat dalam menunjukkan hubungan antara harga input dan harga output dibandingkan laba bersih. Hubungan yang ada tersebut disebabkan oleh beberapa faktor diantaranya intensitas persaingan dan adanya hubungan antara biaya tetap dan biaya variabel (Lev dan Thiagarajan, 1993). Selain itu kemungkinan

dapat disebabkan karena kegagalan investor sendiri dalam menginterpretasikan sinyal yang ada. Hal ini berkaitan dengan ketidakefisienan investor dalam penggunaan informasi sehingga mempengaruhi reaksi investor tersebut terhadap suatu saham. Adanya variabel-variabel makro ekonomi yang digunakan para investor seperti inflasi, pendapatan per kapita, juga memiliki pengaruh yang tidak kalah pentingnya dibandingkan variabel-variabel fundamental dalam memprediksi laba pada masa yang akan datang (Abarbanell dan Bushee, 1997).

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lev dan Thiagarajan (1993), Abarbanell dan Bushee (1997), Suryaningrum (2000), Kananlua (2002), dan Dewi (2006) yang menemukan bahwa pengaruh laba kotor terhadap *abnormal return* adalah signifikan. Akan tetapi hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chaeroni (2001) yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara sinyal laba kotor dengan *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel *earnings per share* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,421 dan nilai koefisien korelasi -0,240. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai *earnings per share* lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,421 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah -0,813 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 2,678 pada *level alpha* 1%, menunjukkan *earnings per share* memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis kelima (H_5) yang menyatakan bahwa *earnings per share* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel *earnings per share* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,503 dan nilai koefisien korelasi -0,120. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *earnings per share* lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,503 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah -0,676 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 1,676 pada *level alpha* 10%, menunjukkan

earnings per share memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis kelima (H_5) yang menyatakan bahwa *earnings per share* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan *earnings per share* memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka hipotesis keempat (H_4) ditolak. Hal ini disebabkan karena biasanya investor langsung melihat *earnings* yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan yang dipublikasi sehingga *earnings* memiliki dampak positif terhadap kinerja saham karena apabila semakin besar *earnings*, berarti semakin besar pula keuntungan yang nantinya akan diperoleh investor jika memegang saham tersebut. *Earnings per share* ini penting artinya bagi pihak investor karena besar kecilnya deviden yang akan diperoleh sangat dipengaruhi oleh besar kecilnya laba yang diperoleh pihak perusahaan (Munawir, 2002).

Akan tetapi perlu dipahami juga oleh investor bahwa *earnings* yang tinggi belum tentu mencerminkan kondisi yang menguntungkan pada periode berikutnya. Hal ini kemungkinan disebabkan karena dalam laporan keuangan untuk akun laba usaha dan akun-akun sebelumnya seperti beban usaha, laba kotor, harga pokok penjualan, dan penjualan dapat dikendalikan oleh manajemen, sedangkan untuk akun-akun setelah laba usaha tidak dapat dikendalikan oleh manajemen. Sehingga laba yang diperoleh tidak selalu mencerminkan kinerja manajemen yang sesungguhnya pada periode tersebut.

Selain itu, adanya tingkat kepercayaan yang rendah oleh investor terhadap laba yang dilaporkan oleh perusahaan, karena kemungkinan terjadi indikasi manipulasi laba. Hal tersebut berpengaruh pada hasil pengujian mengenai pengaruh *earnings per share* terhadap *abnormal return*. Permasalahan yang akan timbul dalam pelaporan *earnings* erat hubungannya dengan adanya kemungkinan adanya konflik kepentingan antarinvestor sebagai pengguna laporan keuangan, dan pihak manajemen sebagai penyaji laporan keuangan. Investor pastinya menginginkan pelaporan *earnings* yang sebenarnya karena nantinya akan digunakan sebagai sumber informasi dalam pengambilan keputusan. Akan tetapi di pihak lain,

manajemen menginginkan pelaporan *earnings* dibuat sebaik mungkin sehingga akan menunjukkan bahwa perusahaan selalu memperoleh keuntungan, yang juga akan menunjukkan kinerja manajemen yang baik pula (Tandelilin, 2001).

Faktor lain yang menyebabkan variabel *earnings per share* tidak signifikan adalah disebabkan karena rata-rata tingkat keuntungan perusahaan relatif masih kecil, terlihat dari *earnings per share* perusahaan selama periode penelitian banyak yang masih bertanda negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam analisis investasi tidak didominasi lagi oleh komponen-komponen *earnings* (pendekatan analisis fundamental), tetapi juga didominasi oleh variabel-variabel lain yaitu faktor-faktor non fundamental seperti faktor makro ekonomi, nilai tukar rupiah, tingkat inflasi, tingkat bunga, faktor politik dan keamanan. Tidak kondusifnya kondisi ekonomi, politik maupun keamanan dunia usaha sehingga usaha tidak dapat berjalan baik dan mengakibatkan perusahaan akan merugi dan tidak mampu untuk memberikan deviden bagi pemegang saham (Yarnest, 2003).

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) serta Easton dan Harris (1991) yang menunjukkan bahwa *earnings per share* berpengaruh positif dengan *return saham*. Penelitian ini juga tidak sesuai dengan hasil penelitian Mulyono (2000) yang menunjukkan bahwa variabel *earnings per share* berhubungan positif signifikan dengan harga dan *return saham*. Tetapi hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Yarnest (2003) yang menunjukkan bahwa variabel *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *return saham* dan memiliki arah negatif terhadap *return saham*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel *operating cash flow* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 dan nilai koefisien korelasi 0,646. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai *operating cash flow* lebih kecil dari tingkat signifikansinya atau $0,000 < 0,01$ yang menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 5,675 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 2,678 pada *level alpha* 1%, menunjukkan *operating cash flow* memiliki koefisien arah positif terhadap *abnor-*

mal return. Dengan demikian, penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis keenam (H_6) yang menyatakan bahwa *operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Sedangkan untuk *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel *operating cash flow* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,034 dan nilai koefisien korelasi 0,392. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *operating cash flow* lebih kecil dari tingkat signifikansinya atau $0,034 < 0,1$ yang menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 2,189 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 1,676 pada *level alpha* 10%, menunjukkan *operating cash flow* memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis keenam (H_6) yang menyatakan bahwa *operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 dan 2005 menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh terhadap *abnormal return* dan *operating cash flow* memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka hipotesis keempat (H_4) diterima. Hal ini disebabkan karena *operating cash flow* merupakan informasi penting yang digunakan untuk menilai kinerja dan memprediksi kemungkinan kebangkrutan maupun sukses tidaknya perusahaan pada masa yang akan datang karena informasi *operating cash flow* dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam bagi investor mengenai perubahan nilai saham yang akan terjadi (Gentry dkk, 1985) dalam (Tandelilin, 2001). Investor lebih membutuhkan informasi *operating cash flow* karena dianggap merupakan indikator keuangan yang lebih baik dibandingkan dengan laba karena *operating cash flow* lebih sulit dimanipulasi oleh manajemen dibandingkan dengan laba (Bowen *et.al*, 1996) dalam (Susanto dan Siregar, 2005). Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan luar

(Pradhono dan Christiawan, 2004). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Triyono dan Hartono (2000), Kananlua (2002), Pradhono dan Christiawan (2004), dan Witkowska (2006) yang menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel *return on assets* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,059 dan nilai koefisien korelasi 0,214. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *return on assets* lebih kecil dari tingkat signifikansinya atau $0,059 < 0,1$ yang menunjukkan bahwa *return on assets* berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah 1,939 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar 1,676 pada *level alpha* 10%, menunjukkan *return on assets* memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis ketujuh (H_7) yang menyatakan bahwa *return on assets* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan *return on assets* akan berdampak pada peningkatan harga saham. *Return on assets* yang semakin tinggi menunjukkan semakin efisien perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang ada untuk menghasilkan laba, sehingga semakin tinggi rasio ini menggambarkan tingkat efisiensi yang tinggi pula dari perusahaan. Investor lebih banyak memperhatikan variabel *return on assets* sebagai alat ukur kinerja keuangan perusahaan yang dominan dalam memprediksi saham pada masa yang akan datang. Pengaruh positif menunjukkan bahwa informasi kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *return on assets* memiliki kandungan informasi yang artinya informasi tersebut akan dimanfaatkan investor dalam pengambilan keputusan investasi (Yarnest, 2003). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Yarnest (2003) dan Witkowska (2006) yang menunjukkan hasil bahwa variabel *return on assets* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Sedangkan untuk *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel *return on assets* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,180 dan nilai koefisien korelasi -0,205. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *return on assets*

lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,180 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa *return on assets* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Akan tetapi dilihat dari nilai t_{hitung} adalah $-1,364$ lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar $1,676$ pada *level alpha* 10%, menunjukkan *return on assets* memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*.

Hal ini disebabkan karena penggunaan rasio *return on assets* yang cenderung hanya memperhatikan aspek laba, sehingga berakibat pada ketidakakuratan tingkat laba yang diperoleh karena tidak memasukkan semua unsur dalam laporan laba rugi dan neraca perusahaan (Poeradisastra, 2001). Apabila suatu perusahaan tidak dapat memanfaatkan aktiva yang dimiliki untuk memaksimalkan laba maka perusahaan cenderung akan memperoleh laba yang kecil yang nantinya akan menghambat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada masa yang akan datang.

Analisis dengan menggunakan rasio *return on assets* menggunakan data akuntansi yang tidak pernah terlepas dari adanya estimasi-estimasi yang dapat menimbulkan distorsi, sehingga pengukuran dengan rasio *return on assets* tidak dapat mengukur kinerja perusahaan dengan akurat. Selain itu kemungkinan lain dapat disebabkan karena *return on assets* yang positif tidak diikuti oleh *return* saham yang positif pula. Hal ini kemungkinan menunjukkan bahwa *return on assets* ini tidak terlalu mendasari para investor dalam menilai kinerja perusahaan, sehingga walaupun *return on assets* positif tidak berpengaruh terhadap kenaikan *abnormal return*. Dimana salah satu pembentuk *abnormal return* yaitu *return* saham. Disamping itu *return on assets* bukan cerminan kinerja pada masa yang akan datang, melainkan hanya evaluasi kinerja sebelumnya karena analisis tersebut mengacu pada kondisi perusahaan tahun lalu. Kinerja perusahaan dapat berubah pada tahun berjalan, sementara terdapat investor yang lebih mementingkan bagaimana prospek atau kinerja perusahaan pada masa yang akan datang. Konsep *return on assets* bertumpu pada keyakinan bahwa investor mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengambil keputusan untuk membeli atau menjual saham tertentu padahal pengaruh faktor lain sebagai penentu harga saham sering kali lebih dominan. Jadi harga saham di pasar cenderung terbentuk karena faktor-faktor lain seperti sentimen

pasar, spekulasi atau faktor lainnya (Rousan dan Mike, 1997) dalam Sunarso (2003). Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunarso (2003) yang menunjukkan bahwa *return on assets* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham dan memiliki arah hubungan yang negatif.

Berdasarkan hasil perhitungan regresi *mean adjusted model* tahun 2004 pada Tabel 9 dapat dijelaskan bahwa variabel *Ln Size* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,193$ dan nilai koefisien korelasi $-0,137$. Dengan menggunakan *level alpha* 1% nilai *Ln size* lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,193 > 0,01$ yang menunjukkan bahwa *Ln size* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Sedangkan *mean adjusted model* tahun 2005 pada Tabel 10 dapat dijelaskan bahwa variabel *Ln size* memiliki nilai signifikansi sebesar $0,182$ dan nilai koefisien korelasi $-0,206$. Dengan menggunakan *level alpha* 10% nilai *Ln size* lebih besar dari tingkat signifikansinya atau $0,182 > 0,1$ yang menunjukkan bahwa *Ln size* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang dikemukakan sebelumnya, maka dapat diambil simpulan sebagai berikut 1) hasil pada pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa pengumuman laporan keuangan perusahaan per 31 Desember merupakan faktor fundamental yang mempunyai kandungan informasi bagi para investor. Hal ini dapat ditunjukkan dengan terdapatnya *cumulative abnormal return* (CAR) yang signifikan dengan menggunakan *mean adjusted model* selama periode pengamatan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Beaver (1968), Ariff dan Johnson (1990); 2) hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa piutang dagang tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka hipotesis kedua (H_2) ditolak, yang mengindikasikan bahwa informasi piutang dagang tersebut belum direaksi oleh para investor dalam menilai kinerja maupun prospek suatu perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil

penelitian yang dilakukan oleh Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006); 3) hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa persediaan tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian maka hipotesis ketiga (H_3) ditolak, yang mengindikasikan bahwa informasi persediaan tersebut belum direaksi oleh para investor dalam menilai kinerja maupun prospek suatu perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Suryaningrum (2000), Chaeroni (2001), Kananlua (2002), dan Dewi (2006); 4) hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa laba kotor tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, maka hipotesis keempat (H_4) ditolak, yang mengindikasikan bahwa terdapat banyak faktor lain seperti intensitas persaingan dan hubungan antara biaya tetap dan biaya variabel, sehingga indikator ini kurang kuat menunjukkan hubungan antara harga input dan harga output dibandingkan laba bersih. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Chaeroni (2001); 5) hasil pengujian hipotesis kelima menunjukkan bahwa *earnings per share* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis kelima (H_5) ditolak yang mengindikasikan bahwa adanya kepercayaan yang rendah dari para investor terhadap *earnings* perusahaan karena sangat rentan terhadap manipulasi laba. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Yarnest (2003); 6) hasil pengujian hipotesis keenam menunjukkan bahwa *operating cash flow* berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis keenam (H_6) diterima, yang mengindikasikan bahwa informasi *operating cash flow* dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam bagi investor mengenai perubahan nilai saham yang akan terjadi dan investor lebih membutuhkan informasi *operating cash flow* karena dianggap merupakan indikator keuangan yang lebih baik dibandingkan dengan laba karena *operating cash flow* lebih sulit dimanipulasi oleh manajemen dibandingkan dengan laba. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Triyono dan Hartono (2000), Kananlua (2002),

Pradhono dan Christiawan (2004), dan Witkowska (2006); 7) hasil pengujian hipotesis ketujuh menunjukkan bahwa *return on assets* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Dengan demikian, hipotesis keenam (H_7) diterima, yang mengindikasikan bahwa ROA yang semakin tinggi menunjukkan semakin efisien perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang ada untuk menghasilkan laba. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Yarnest (2003) dan Witkowska (2006). Untuk *mean adjusted model* tahun 2005 variabel *return on assets* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* dan memiliki koefisien arah negatif terhadap *abnormal return*; dan 8) *size* (ukuran perusahaan) menunjukkan bahwa tidak mempunyai pengaruh terhadap *abnormal return*.

Saran

Penelitian ini masih banyak memiliki keterbatasan-keterbatasan, yaitu 1) dalam penelitian ini hanya memfokuskan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, sehingga tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi; (2) penelitian ini hanya menggunakan enam variabel fundamental dan satu variabel kontrol, sedangkan *abnormal return* dapat dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini; (3) sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya 50 perusahaan manufaktur masing-masing untuk tahun 2004 dan 2005 karena banyaknya perusahaan manufaktur yang sahamnya tidak aktif selama periode pengamatan dan datanya tidak lengkap; (4) faktor-faktor ekonomi makro seperti inflasi, tingkat bunga, kebijakan pemerintah tidak dipertimbangkan dalam penelitian ini yang dapat mempengaruhi cara perusahaan dalam melakukan bisnis sehingga akan mempengaruhi hasil penelitian ini; dan (5) penelitian ini tidak memisahkan (membedakan) antara perusahaan yang memiliki *abnormal return* yang positif dengan yang memiliki *abnormal return* yang negatif selama periode pengamatan.

Penelitian mendatang hendaknya 1) menambahkan variabel fundamental lainnya yang dianggap memiliki pengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan; 2) mempertimbangkan untuk melakukan pengujian dengan sampel perusahaan di luar perusahaan manufaktur untuk generalisasi hasil

penelitian; 3) menggunakan data harga saham selain data harian, misalnya menggunakan data harga saham mingguan atau bulanan; (4) menggunakan kriteria yang berbeda untuk memilih sampel perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan, misalnya menggunakan perusahaan-perusahaan LQ 45.

DAFTAR PUSTAKA

- Abarbanell, J dan Bushee. (1997), "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices", *Journal of Accounting Research* 35, Spring: 1-24.
- Abarbanell, J dan Bushee. (1998), "Abnormal Return to a Fundamental Analysis Strategy", *Accounting Review* 73, January: 19-45.
- Ali, Ashig. (1994), "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operation and Cash Flows", *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No.1, p. 61-73.
- Ariff, Mohamad dan Johnson, Lester W. (1990), "*Securities Markets And Stock Pricing: Evidence From a Developing Capital Market in Asia*", Longman.
- Ball, R., dan Brown, P. (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, 6 (Autumn), p.178.
- Ball, R and P. Kothari. (1991), "Security Return Around Earnings Announcement", *Accounting Review* 9(1):3-18.
- Bamber, Linda S. (1986), "The Information Content of Annual Earning Release: A Trading Volume Approach", *Journal of Accounting Research*, Vol. 24 No. 1, Spring p.40-56.
- Beaver, W., (1968), "The Information Content of Annual Earning Announcements: Empirical Research in Accounting", *Journal of Accounting Research*, 6 p.67-92.
- Bernard, V, and Thomas. (1989), "Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium", *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement): 1-36.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (2001), "*Fundamental of Financial Management*", Ninth Edition, Harcourt, Inc.
- Chaeroni (2001), "Penaksiran *Abnormal Return* Dengan Fundamental Analisis :Studi Atas Saham-Saham Yang Diperdagangkan Di Bursa Efek Jakarta Periode 1996-1999", *Thesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Chan, Louis, K. C., Hamao, Yasushi dan Lakonishok, Josep (1991), "Fundamental and Stock Return in Japan", *Journal of Finance*, Vol. XLVI no.5 p.1739-1763.
- Chambers, A., dan Penman, S. (1984), "Timeless of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, 21, p.21-47.
- Dewi (2006), "Hubungan Sinyal-Sinyal Fundamental dengan Harga Saham", *Thesis*. Program Pasca Sarjana STIE YKPN, Yogyakarta.
- Easton, P.D. dan T.S. Harris, (1991), "The Relative Information Content of The Release of Financial Results Data by Firm", *Journal of Accounting Research*, p. 521-529.
- Fama, E.F. (1970), "Efficiency Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* (May) p. 387-417.
- Ghozali, Imam. (2005), "Analisis Multivariate dengan SPSS". Edisi 4. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Holthausen, R.W dan D.F. Larcker. (1992), "The Prediction of Stock returns Using Financial Statement Information", *Journal of Accounting and Economics* 15: 373-411.

- Husnan, Suad; Hanafi, Mamduh M., dan Wibowo, Amin (1996), "Dampak Pengumuman Laporan keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham Dan variabilitas Tingkat keuntungan". *Kelola*, No.11/V, p. 110-125.
- Jogiyanto, H.M. (2000), "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*", BPFE-Yogyakarta.
- Kananlua, (2002), "Analisis Fundamental Sebagai Sinyal Terhadap *Abnormal Return*", *Thesis S-2*; Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Lev, B., dan S.R. Thiagarajan. (1993), "Fundamental Information Analysis", *Journal of Accounting Research* 31. Autumn: 190-215.
- Lipe, Robert C. (1986), "The Information Contained in the Components of Earning", *Journal of Accounting Research*, Vol. 24 No. 1, Supplement p.37-64.
- Mulyono, Sugeng., (2000), "Pengaruh EPS dan Tingkat Bunga Terhadap Harga Saham", *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 1, No. 2, p. 99-116.
- Munawir, S., (2002), "*Analisis Informasi keuangan*", Edisi Pertama, Liberty, Yogyakarta.
- Ohlson, James, A. (1980), "Financial Ratio and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting research*, Vol. 18 no.1 Spring, p. 512-534.
- Ou, J., dan Penman. (1989a), "financial Statement Analysis and Prediction of Stock Return", *Journal of Accounting and Economics* 11. November: 295-330.
- Ou, Jane, A., (1990), "The Information Content of Non Earnings Accounting Numbers as Earnings Predictors", *Journal of Accounting research*, Vol. 28, No. 1, p. 392-411.
- Penman, S.H. (2001), "Financial Statement Analysis and Security Valuation", New York: Mc Graw-Hill, Inc.
- Poeradisatra, T., (2001), "Menelanjangi Kinerja Manajemen", *Swa*, No. 20/ XVII, Oktober.
- Pradhono, dan Christiawan, Y.J. (2004), "Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings, Dan Arus Kas Operasi Terhadap Return Yang Diterima Oleh Pemegang Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta)", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol.6 No. 2 (Nopember): 140-166.
- Quirin, J.J., and A. Allen. (2000), "The Effect of Earnings Permanence on Fundamental Information Analysis", *Journal of Business*, Vol. 36, No. 4, p. 149-165.
- Sharpe, W.F. (1995), *Investment*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs.
- Sunarso (2003), "Pengaruh ROA dan EVA terhadap *return saham*", *Thesis S-2*; Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Sloan, R. (1996), "Do Stock Prices Fully Impound Information in Accruals About Future Earnings", *The Accounting Review*, 71 (July), p.289-315.
- Suryaningrum, Anik (2000), "Abnormal Return Dengan Strategi Analisis Fundamental", *Thesis S-2*; Program Pasca Sarjana. Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Susanto, D., dan Siregar, B. (2005), "Peran Saling Melengkapi Laba Dan Arus Kas Operasi Dalam Menjelaskan Variasi *Return Saham*", *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*. Vol. 16 No. 2 (Agustus): 93-106.
- Tandelilin, E. (2001), "*Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*", Edisi Pertama, BPFE-Yogyakarta.

Triyono, dan J. Hartono (2000), “Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas dan Laba Akuntansi dengan Harga atau Return saham”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*; Vol. 3 No. 1, Januari: hal 54-68.

Witkowska (2006),”Fundamentals and stock returns on the Warsaw Stock Exchange”, The application of panel data models”, *Working paper* No.4-06.

Yarnest (2003), “Kinerja Keuangan *Return Saham* di Bursa Efek Surabaya”, *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*.

INDEKS PENULIS DAN ARTIKEL JURNAL AKUNTANSI & MANAJEMEN

Vol. 16, No. 1, April 2005

Lo, Eko Widodo, pp. 1-10, Penjelasan Teori Prospek Terhadap Manajemen Laba

Tjahyono, Heru Kurnianto, pp. 11-24, Peran Kepemimpinan Sebagai Variabel Pemoderasian Hubungan Budaya Organisasional dengan Keefektifan Organisasional (Studi pada Perguruan Tinggi Swasta di Propinsi DIY)

Astuti, Sri dan M. Hanad Hainafi, pp. 250-34, Pengaruh Laporan Auditor Dengan Modifikasi *Going Concern* Terhadap *Abnormal Accrual*

Siregar, Baldric dan Twenty Selvia Sari Sianturi, pp. 35-49, ; Reaksi Pasar Modal Terhadap Hasil Pemilihan Umum dan Pergantian Pemerintahan Tahun 2004

Prajogo, Wisnu, pp. 51-65, Pengaruh Pemediasian *Trust* Dalam Hubungan Kepemimpinan Transformasional dan *Organizational Citizenship Behavior*

Widiastuti, Sri Wahyuni dan Sri Suryaningrum, pp. 67-77, Pengaruh Motivasi Terhadap Minat Mahasiswa Akuntansi Untuk Mengikuti Pendidikan Profesi Akuntansi (PPA)

Vol. 16, No. 2, Agustus 2005

Heriningsih, Sucahyo, Sri Suryaningrum, Windyastuti, pp. 79-91, *Pengaruh Kecerdasan Emosional pada Pemahaman Pengetahuan Akuntansi di Tingkat Pengantar dengan Penalaran dan Pendekatan Sistem*

Susanto, Djoko dan Baldric Siregar, pp. 93-105, *Peran Saling Melengkapi Laba dan Arus Kas Operasi dalam Menjelaskan Variasi Return Saham*

Rahdi, Fahmy, pp. 107-119, *Industry Policy and Technology Transfer: Review and Analysis of The Indonesian Automotive Industry During New Orde Era*

Yudiarti, Fr. Ninik dan Eko Widodo Lo, pp. 121-127, *Pengaruh Framing; Pertanggungjawaban, dan Jenis Kelamin dalam Keputusan Investasi Tambahan: Keputusan Individual dan Grup*

Asakdiyah, Salamatus, pp. 129-139, *Analisis Hubungan Antara Kualitas Pelayanan dan Kepuasan Pelanggan dalam Pembentukan Intensi Pembelian Konsumen Matahari Group di Daerah Istimewa Yogyakarta*

Saputro, Julianto Agung, pp. 141-152, *Konsep dan Pengukuran Investment Opportunity Set Serta Pengaruhnya pada Proses Kontrak*

Vol. 16, No. 3, Desember 2005

Ciptono, Wakhid Slamet, pp. 153-171, *The Critical Success Factors Of Tqm Underlying The Deming Management Method: Evidence From The Indonesia's Oil and Gas Industry*

Lo, Eko Widodo, pp. 173-181, *Manajemen Laba: Suatu Sistesa Teori*

Sanjaya, I Putu Sugiarta, pp. 183-193, *Analisis Pengaruh Akrua Diskresioner Terhadap Return Saham Bagi Perusahaan-Perusahaan yang Diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) Big Four dan Non-Big Four*

Sudarini, Sinta dan Silisia Mita Alloy, pp. 195-207, *Penggunaan Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Laba Pada Masa yang Akan Datang (Studi Kasus di Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)*

Winarso, Beni Suhendra, pp. 209-218, *Analisis Empiris Perbedaan Kinerja Keuangan Antara Perusahaan yang Melakukan Stock Split dengan Perusahaan yang Tidak Melakukan Stock Split Pengujian The Signaling Hypothesis*

Siregar, Baldric, pp. 219-230, *Hubungan antara Dividen, Leverage Keuangan, dan Investasi*

Vol. 17, No. 1, April 2006

Nurim, Yavida, pp. 1-10, *Pengaruh Karakteristik Pembuat Judgment dalam Prediksi Failure Perusahaan*

Kusuma, Deden Iwan, pp. 11-24, *Studi Empiris Pemilihan Metode Akuntansi pada Perusahaan yang Melaksanakan Akuisisi di Indonesia*

Yunani, Akhmad, pp. 25-40, *Perancangan Model Sales Force Automation (SFA) dalam Rangka Menunjang Customer Relationship Management (CRM): Studi Kasus pada PT Pos Indonesia (Persero)*

Suripto, Bambang, pp. 41-56, *Praktik Pelaporan Keuangan dalam Web Site Perusahaan Indonesia*

Khasanah, Mufidhatul, pp. 57-78, *Kajian Usaha Ternak Kambing dalam Rangka Meningkatkan Kesejahteraan Masyarakat Kabupaten Sleman*

Dongoran, Johnson, pp. 79-92, *Pengaruh Sikap Kerja Terhadap Kinerja pada Hotel Bintang di Jawa Tengah dan Daerah Istimewa Yogyakarta*

Vol. 17, No. 2, Agustus 2006

Sri Darma. Gede, pp. 93-117, *Employee Perception of The Impact of Information Technology Investment in Organizations: A Survey of The Hotel Industry*

Hapsoro, Dody, pp. 119-135, *Pengaruh Transparansi Terhadap Konsekuensi Ekonomik: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia*

Indahwati, Weliana dan Erni Ekawati, pp. 137-152, *Relevansi dan Reliabilitas Nilai Informasi Akuntansi Goodwill di Indonesia*

Rahmawati, pp. 153-169, *Hubungan Nonlinier antara Earnings dan Nilai Buku dengan Kinerja Saham*

Siswanti, Yuni, pp. 171-180, *Alliance Experience, Alliance Capability, Function Alliance Dedicated dan Alliance Learning dalam Aliansi Strategik untuk Meraih Kesuksesan Jangka Panjang di Era Kompetisi Global*

Widjaya, NH Setiadi, pp. 181-196, *Pengaruh Komponen Komitmen Organisasi pada Hubungan Persepsi Kaitan Kinerja-Gaji dan Organizational Citizenship Behavior*

Vol. 17, No. 3, Desember 2006

Arsyad, Lincoln, pp. 197-218, *A Process of Creating Business Plan for Microfinance Institution: Case Study of LPD Mas, Gianyar, Bali*

Hapsoro, Dody, pp. 219-234, *Pengaruh Struktur Pengelolaan Korporasi Terhadap Transparansi: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia*

Sri Darma, Gede, pp. 235-255, *The Impact of Information Technology Investment on The Hospitality Industry*

Sulistiyani, Tina, pp. 257-267, *Analisis Perilaku Brand Switching Produk Air Minum Mineral di Daerah Istimewa Yogyakarta*

Siregar, Baldric, pp. 269-282, *Determinan Risiko Ekspropriasi*

Bawono, Icuk Rangga, dkk., pp. 283-294, *Persepsi Mahasiswa S1 Akuntansi Reguler Tentang Pendidikan Profesi Akuntansi (PPA) (Studi Kasus Pada Perguruan Tinggi Negeri di Purwokerto, Jawa Tengah)*

Vol. 18, No. 1, April 2007

Kartikasari, Lisa, pp. 1-9, *Pengaruh Variabel Fundamental terhadap Risiko Sistemik pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ*

Norpratiwi, Agustina M.V., pp. 9-22, *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set terhadap Return Saham pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan*

Rahmawati, pp. 23-34, *Model Pendeteksian Manajemen Laba pada Industri Perbankan Publik di Indonesia dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perbankan*

Dewi, Sherly Friska dan Eko Widodo Lo, pp. 35-42, *Hubungan Sinyal-Sinyal Fundamental dengan Harga Saham*

Khasanah, Mufidhatul, pp. 43-50, *Analisis Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD): Kasus APBD Kabupaten Sleman dan Kulonprogo Tahun 2004 dan 2005*

Suranto, Anto, pp. 51-64, *Hubungan Antara Sikap dan Perilaku Pejabat Public Relations dengan Efeknya dalam Kinerja (Studi Hubungan antara Sikap Terhadap Penerapan Budaya Korporat dan Perilaku Penerapan Budaya Korporat dengan Efeknya dalam Kinerja Pejabat Public Relations Perbankan Swasta Nasional Anggota Perbanas*

Vol. 18, No. 2, Agustus 2007

Hapsoro, Dody, pp. 65-85, *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Transparansi: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia*

Ningsih, Dwi Astuti dan Wakhid Slamet Ciptono, pp. 87-98, *Going Beyond Corporate Social Responsibility: The Critical Factors of Corporate Social Innovation—An Empirical Study*

Lako, Andreas, pp. 99-113, *Relevansi Nilai Informasi Akuntansi untuk Pasar Saham: Problema dan Peluang Riset*

Tjahjono, Heru Kurnianto, pp. 115-125, *Validasi Item-Item Keadilan Distributif dan Keadilan Prosedural: Aplikasi Structural Equation Modeling dengan Confirmatory Factor Analysis (CFA)*

Indriyo, St. Mahendra Soni, pp. 127-134, *Reorientasi Kepentingan Korporasi dari Share-holders ke Stakeholders untuk Menjawab Tantangan Globalisasi di Masa Depan*

Rahardja, Conny Tjandra dan N.H. Setiadi Widjaya, pp. 135-148, *Manajemen Stres: Bagaimana Menghidupi Stres untuk Mencapai Keefektifan Organisasi*

Vol. 18, No. 3, Desember 2007

Hery dan Merrina Agustiny, pp. 149-161, *Pengaruh Pelaksanaan Etika Profesi Terhadap Pengambilan Keputusan Akuntan Publik (Auditor)*

Suhartini dan Putri Yusiyanti, pp. 163-177, *Pengaruh Motivasi Terhadap Produktivitas Kerja Karyawan PDAM Tirtamarta Yogyakarta (Pendekatan Teori Ekspektansi Victor Vroom)*

Supriyanto, Y., pp. 179-198, *Kritik Terhadap Kinerja Pendekatan Profitability Index dan Pendekatan Net Present Value untuk Memilih Sejumlah Proyek Independen dalam Capital Rationing*

Khasanah, Mufidhatul, pp. 199-208, *Analisis Ekonomi-Politik Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD) Kabupaten Sleman dan Bantul Tahun 2004 dan 2005*

Sani, Usman dan Istiqomah Istiqomah, pp. 209-221, *Analisis Experiential Marketing Sabun Lux "Beauty Gives You Super Powers"*

Suripto, Bambang, pp. 223-236, *Atribusi Kinerja oleh Manajemen dalam Industri yang Diregulasi: Pengujian Empiris Teori Atribusi dalam Laporan Tahunan Industri Perbankan di Indonesia*

Vol. 19, No. 1, April 2008

Afifurrahman, Wahid dan Dody Hapsoro, pp. 1-14, *Pengaruh Pengungkapan Sukarela Melalui Web Site terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*

Fachrunnisa, Olivia, pp. 15-23, *Perbedaan Gender dalam Penggunaan Gaya Kepemimpinan Transformasional: Suatu Pengujian dari Perspektif Atasan, Bawahan, Rekan Kerja, dan Diri Sendiri*

Prajogo, Wisnu, pp. 25-38, *Pengaruh Kepemimpinan dan Kepribadian pada Modal Sosial serta Dampaknya pada Kinerja*

Djamaluddin, Subekti dan Rahmawati, pp. 39-50, *Kandungan Informasi Komponen-Komponen Laba pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*

Fajar, Siti Al, pp. 51-62, Kepemimpinan Transformasional: Keterkaitannya dengan Tipe Kepribadian Berupa *Behavioral Coping* dan *Emotional Coping*

Hery, pp. 63-70, Peran Normatif dan Upaya Peningkatan Citra *Auditor* Internal, serta Keikutsertaannya dalam Penerapan Prinsip *Good Corporate Governance*

Vol. 19, No. 2, Agustus 2008

Hadi, Pramono, pp. 71-77, *An Economic Valuation Of Turtle Conservation Efforts In Riau Case On Tambelan Island At 2006-2007*

Noormansyah, Irvan, pp. 79-87, *Studies In Management Accounting Control Systems In Less Developed Countries*

Giri, Efraim Ferdinan, pp. 89-102, Pengaruh Kebijakan Pembayaran Dividen Terhadap Informasi Asimetri di Bursa Efek Indonesia

Nugraha, Albert Kristian Novi Adhi, pp. 103-111, *The External Variables, Perceived Ease of Use and Perceived Usefulness Toward The Use of Sikasa 2.0 Software: A Survey of Employees in Satya Wacana Christian University*

Utomo, Semcesen Budiman dan Baldrice Siregar, pp. 113-125, Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Kontrol Kepemilikan terhadap Perataan Laba pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Hardani, Rahmat Purbandono, pp. 127-137, Pengaruh Strategi dan Taktik terhadap Kesuksesan Tahap Operasionalisasi Proyek

Vol. 19, No. 3, Desember 2008

Djamaluddin, Subekti, Rahmawati, dan Handayani Tri Wijayanti, pp. 139-153, Analisis Perubahan Aktiva Pajak Tangguhan dan Kewajiban Pajak Tangguhan untuk Mendeteksi Manajemen Laba

Hapsoro, Dody, pp. 155-172, Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia

Wulandari, Cynthia dan Shanti, pp. 173-183, Pengaruh Pengungkapan Sukarela terhadap Asimetri Informasi pada Perusahaan Perbankan yang *Go Public* di PT. Bursa Efek Indonesia

Kristina, Batsyeba Maria dan Baldric Siregar, pp. 185-196, Pengaruh Manajemen Laba Nyata terhadap Kinerja.

Bawono, Icuk dan Rangga, pp. 197-207, Persepsi Pejabat Pembuat Komitmen (PPK) dan Pembantu Pemegang Uang Muka Kerja (PPUMK) terhadap Mekanisme Pelaksanaan Pembayaran Langsung (LS): Studi pada Pendidikan Tinggi Negeri Universitas Jenderal Soedirman

Adhilla, Fitroh, pp. 209-228, Analisis Manfaat Sosial dan Fungsional yang Diperoleh Konsumen dari Hubungan yang Terjalin dengan Pramuniaga

Vol. 20, No. 1, April 2009

Setyomurni, Retno dan Tony Wijaya, pp. 1-11, Pengaruh *Computer Anxiety* terhadap Keahlian *Novice Accountant* dalam Menggunakan Komputer: Gender dan *Locus Of Control* sebagai Faktor Moderasi

Hapsoro, Dody, pp. 13-24, Pengaruh Transparansi terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia

Noormansyah, Irvan, pp. 25-34, *Management Control Systems and The Deregulation In The Higher Education Sector: A Review of Literature*

Suryawati, pp. 35-46, Analisis Struktur, Perilaku, dan Kinerja Industri Tekstil dan Pakaian Jadi di Provinsi DIY

Pramuka, Bambang Agus dan Wiwiek Rabiatul Adawiyah, pp. 47-60, Persepsi Pengguna terhadap Mutu Layanan Perpustakaan (*Libqual*) Perguruan Tinggi di Kabupaten Banyumas

Yuliana, Christina, pp. 61-67, Kajian Pustaka terhadap Teori Agensi dan Akuntansi Manajemen

Vol. 20, No. 2, Agustus 2009

Nursiah dan Fahmy Radhi, pp. 69-77, Pengaruh Penerapan Strategi Inovasi Terhadap Kinerja Operasional

Atuti, Sri, pp. 79-87, Independensi *Auditor* Setelah Pemberlakuan *Sarbanes-Oxley Act* Di Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Eefek Jakarta (BEI)

Giri, Efraim Ferdinan, pp. 89-106, Pelaporan Laba Komprehensif Dan Implikasinya Dalam Praktik

Kiswara, Endang, pp. 107-117, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pengungkapan Sukarela Oleh Perusahaan Multinasional Di Indonesia

Vol. 21, No. 1, April 2010

ISSN: 0853-1259

JURNAL
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

Kusreni, Sri dan Didin Fatihudin, pp. 119-132, Pergeseran Penyerapan Tenaga Kerja Pasca Lapindo Sidoarjo Dan Upaya Penyelesaiannya

Fajar, Siti Al, pp. 1330-139, Penerapan *Total Quality Service* Sebagai Upaya Mencapai Loyalitas *Customer*

Vol. 20 No. 3, Desember 2009

Wijaya, Okie Indra, Yasmin Umar Assegaf, dan Rahmawati, pp. 141-156, Pengaruh Kualitas Audit Dan *Proxy Going Concern* Terhadap Opini Audit *Going Concern* Pada Perusahaan Non Regulasi Di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Wardani, Rima Aguatania Kusuma dan Baldric Siregar, pp. 157-174, Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi Dan Dividen Sebagai Variabel Moderator

Alogifari, pp. 175-182, Inflasi Kelompok Bahan Makanan Dengan Metode *Box-Jenkins*: Kasus Indonesia, 2006:1 – 2009:8

Sarwoko, pp. 183-193, Model Estimasi Permintaan Pariwisata Ke Indonesia Dengan Pendekatan *Co-Integration* Dan *Error Correction Model*

Pasaribu, Rowland Bismark Fernando, pp. 195-218, Estimasi Harga Opsi Saham Di Bursa Efek Indonesia (BEI): Studi Kasus Saham LQ-45

Wijaya, Tony, pp. 219-229, Hubungan Atribut Iklan Bersambung *Ponds Flawless White* Di Televisi Dengan Respon Pemirsa

PEDOMAN PENULISAN JURNAL AKUNTANSI & MANAJEMEN

Ketentuan Umum

1. Naskah ditulis dalam bahasa Indonesia atau bahasa Inggris sesuai dengan format yang ditentukan.
2. Penulis mengirim tiga eksemplar naskah dan satu *compact disk* (CD) yang berisikan naskah tersebut kepada redaksi. Satu eksemplar dilengkapi dengan nama dan alamat sedang dua lainnya tanpa nama dan alamat yang akan dikirim kepada mitra bestari. Naskah dapat dikirim juga melalui *e-mail*.
3. Naskah yang dikirim belum pernah diterbitkan di media lain yang dibuktikan dengan pernyataan tertulis yang ditandatangani oleh semua penulis bahwa naskah tersebut belum pernah dipublikasikan. Pernyataan tersebut dilampirkan pada naskah.
4. Naskah dan CD dikirim kepada *Editorial Secretary*
Jurnal Akuntansi & Manajemen (JAM)
Jalan Seturan Yogyakarta 55281
Telpon (0274) 486160, 486321 ext. 1332 • Fax. (0274) 486155
e-mail: rudy.badrudin@stieykpn.ac.id

Standar Penulisan

1. Naskah diketik menggunakan program *Microsoft Word* pada ukuran kertas A4 berat 80 gram, jarak 2 spasi, jenis huruf Times New Roman berukuran 12 *point*, margin kiri 4 cm, serta margin atas, kanan, dan bawah masing-masing 3 cm.
2. Setiap halaman diberi nomor secara berurutan. Gambar dan tabel dikelompokkan bersama pada lembar terpisah di bagian akhir naskah.
3. Angka dan huruf pada gambar, tabel, atau histogram menggunakan jenis huruf Times New Roman berukuran 10 *point*.
4. Naskah ditulis maksimum sebanyak 15 halaman termasuk gambar dan tabel.

Urutan Penulisan Naskah

1. Naskah hasil penelitian terdiri atas Judul, Nama Penulis, Alamat Penulis, Abstrak, Pendahuluan, Materi dan Metode, Hasil, Pembahasan, Ucapan Terima Kasih, dan Daftar Pustaka.
2. Naskah kajian pustaka terdiri atas Judul, Nama Penulis, Alamat Penulis, Abstrak, Pendahuluan, Masalah dan Pembahasan, Ucapan Terima Kasih, dan Daftar Pustaka.
3. Judul ditulis singkat, spesifik, dan informatif yang menggambarkan isi naskah maksimal 15 kata. Untuk kajian pustaka, di belakang judul harap ditulis Suatu Kajian Pustaka. Judul ditulis dengan huruf kapital dengan jenis huruf Times New Roman berukuran 14 *point*, jarak satu spasi, dan terletak di tengah-tengah tanpa titik.
4. Nama Penulis ditulis lengkap tanpa gelar akademis disertai alamat institusi penulis yang dilengkapi dengan nomor kode pos, nomor telepon, fax, dan *e-mail*.

5. Abstrak ditulis dalam satu paragraf tidak lebih dari 200 kata menggunakan bahasa Inggris. Abstrak mengandung uraian secara singkat tentang tujuan, materi, metode, hasil utama, dan simpulan yang ditulis dalam satu spasi.
6. Kata Kunci (*Keywords*) ditulis miring, maksimal 5 (lima) kata, satu spasi setelah abstrak.
7. Pendahuluan berisi latar belakang, tujuan, dan pustaka yang mendukung. Dalam mengutip pendapat orang lain dipakai sistem nama penulis dan tahun. Contoh: Badrudin (2006); Subagyo dkk. (2004).
8. Materi dan Metode ditulis lengkap.
9. Hasil menyajikan uraian hasil penelitian sendiri. Deskripsi hasil penelitian disajikan secara jelas.
10. Pembahasan memuat diskusi hasil penelitian sendiri yang dikaitkan dengan tujuan penelitian (pengujian hipotesis). Diskusi diakhiri dengan simpulan dan pemberian saran jika dipandang perlu.
11. Pembahasan (*review/kajian* pustaka) memuat bahasan ringkas mencakup masalah yang dikaji.
12. Ucapan Terima Kasih disampaikan kepada berbagai pihak yang membantu sehingga penelitian dapat dilangsungkan, misalnya pemberi gagasan dan penyandang dana.
13. Ilustrasi:
 - a. Judul tabel, grafik, histogram, sketsa, dan gambar (foto) diberi nomor urut. Judul singkat tetapi jelas beserta satuan-satuan yang dipakai. Judul ilustrasi ditulis dengan jenis huruf Times New Roman berukuran 10 point, masuk satu tab (5 ketukan) dari pinggir kiri, awal kata menggunakan huruf kapital, dengan jarak 1 spasi
 - b. Keterangan tabel ditulis di sebelah kiri bawah menggunakan huruf Times New Roman berukuran 10 point jarak satu spasi.
 - c. Penulisan angka desimal dalam tabel untuk bahasa Indonesia dipisahkan dengan koma (,) dan untuk bahasa Inggris digunakan titik (.).
 - d. Gambar/Grafik dibuat dalam program Excel.
 - e. Nama Latin, Yunani, atau Daerah dicetak miring sedang istilah asing diberi tanda petik.
 - f. Satuan pengukuran menggunakan Sistem Internasional (SI).
14. Daftar Pustaka
 - a. Hanya memuat referensi yang diacu dalam naskah dan ditulis secara alfabetik berdasarkan huruf awal dari nama penulis pertama. Jika dalam bentuk buku, dicantumkan nama semua penulis, tahun, judul buku, edisi, penerbit, dan tempat. Jika dalam bentuk jurnal, dicantumkan nama penulis, tahun, judul tulisan, nama jurnal, volume, nomor publikasi, dan halaman. Jika mengambil artikel dalam buku, cantumkan nama penulis, tahun, judul tulisan, editor, judul buku, penerbit, dan tempat.
 - b. Diharapkan dirujuk referensi 10 tahun terakhir dengan proporsi pustaka primer (jurnal) minimal 80%.
 - c. Hendaknya diacu cara penulisan kepastakaan seperti yang dipakai pada JAM/JEB berikut ini:

Jurnal

Yetton, Philip W., Kim D. Johnston, and Jane F. Craig. Summer 1994. "Computer-Aided Architects: A Case Study of IT and Strategic Change." *Sloan Management Review*: 57-67.

Buku

Paliwoda, Stan. 2004. *The Essence of International Marketing*. UK: Prentice-Hall, Ince.

Prosiding

Pujaningsih, R.I., Sutrisno, C.L., dan Sumarsih, S. 2006. Kajian kualitas produk kakao yang diamoniasi dengan aras urea yang berbeda. Di dalam: *Pengembangan Teknologi Inovatif untuk Mendukung Pembangunan Peternakan Berkelanjutan. Prosiding Seminar Nasional* dalam Rangka HUT ke-40 (Lustrum VIII) Fakultas Peternakan Universitas Jenderal Soedirman; Purwokerto, 11 Pebruari 2006. Fakutas Peternakan UNSOED, Purwokerto. Halaman 54-60.

Artikel dalam Buku

Leitzmann, C., Ploeger, A.M., and Huth, K. 1979. The Influence of Lignin on Lipid Metabolism of The Rat. In: G.E. Inglett & S.I.Falkehag. Eds. *Dietary Fibers Chemistry and Nutrition*. Academic Press. INC., New York.

Skripsi/Tesis/Disertasi

Assih, P. 2004. Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Faktor Faktor Motivasional dan Tingkat Manajemen Laba. *Disertasi*. Sekolah Pascasarjana S-3 UGM. Yogyakarta.

Internet

Hargreaves, J. 2005. Manure Gases Can Be Dangerous. Department of Primary Industries and Fisheries, Queensland Government. <http://www.dpi.gld.gov.au/pigs/9760.html>. Diakses 15 September 2005.

Dokumen

[BPS] Badan Pusat Statistik Kabupaten Sleman. 2006. Sleman Dalam Angka Tahun 2005.

Mekanisme Seleksi Naskah

1. Naskah harus mengikuti format/gaya penulisan yang telah ditetapkan.
2. Naskah yang tidak sesuai dengan format akan dikembalikan ke penulis untuk diperbaiki.
3. Naskah yang sesuai dengan format diteruskan ke *Editorial Board Members* untuk ditelaah diterima atau ditolak.
4. Naskah yang diterima atau naskah yang formatnya sudah diperbaiki selanjutnya dicarikan penelaah (MITRA BESTARI) tentang kelayakan terbit.
5. Naskah yang sudah diperiksa (ditelaah oleh MITRA BESTARI) dikembalikan ke *Editorial Board Members* dengan empat kemungkinan (dapat diterima tanpa revisi, dapat diterima dengan revisi kecil (*minor revision*), dapat diterima dengan revisi *mayor* (perlu *direview* lagi setelah revisi), dan tidak diterima/ditolak).
6. Apabila ditolak, *Editorial Board Members* membuat keputusan diterima atau tidak seandainya terjadi ketidaksesuaian di antara MITRA BESTARI.
7. Keputusan penolakan *Editorial Board Members* dikirimkan kepada penulis.
8. Naskah yang mengalami perbaikan dikirim kembali ke penulis untuk perbaikan.
9. Naskah yang sudah diperbaiki oleh penulis diserahkan oleh *Editorial Board Members* ke *Managing Editors*.
10. Contoh cetak naskah sebelum terbit dikirimkan ke penulis untuk mendapatkan persetujuan.
11. Naskah siap dicetak dan cetak lepas (*off print*) dikirim ke penulis.