

JURNAL

AKUNTANSI & MANAJEMEN

JAM

TERAKREDITASI SK. Nomor: 64a/DIKTI/Kep/2010

PENGARUH MODAL INTELEKTUAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PADA PERUSAHAAN SEKTOR KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

*Jeffy Wiradinata
Baldric Siregar*

LABA PERMANEN DAN PERILAKU DIVIDEN: PENGUJIAN KEMBALI MODEL GARETT DAN PRIESTLEY DI BURSA EFEK INDONESIA

Perminas Pangeran

MODEL KESEIMBANGAN PERTUMBUHAN EKONOMI DAN DEFISIT ANGGARAN PEMERINTAH (Kasus Indonesia, Tahun 1985-2009)

Astuti Purnamawati

PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP TINGKAT PENGUNGKAPAN INFORMASI SOSIAL PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan yang Tergolong *High Profile* di BEI)

Puji Handayati

PENGARUH UANG BEREDAR TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 1998:1-2009:12

Henny Rahyuda

ANALISIS EMPIRIS NETRALITAS UANG DI INDONESIA

Endang Setyawati



Rp7.500,-

JAM	VOL. 22	NO. 2	Hal 107-192	AGUSTUS 2011	ISSN: 0853-1259
-----	---------	-------	-------------	--------------	-----------------

Vol. 22, No. 2, Agustus 2011

ISSN: 0853-1259

JURNAL
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

JURNAL AKUNTANSI & MANAJEMEN (JAM)

TERAKREDITASI
SK. Nomor: 64a/DIKTI/Kep/2010

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 dan 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.stieykpn.ac.id> • e-mail: rudy.badrudin@stieykpn.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 penguangan 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.stieykpn.ac.id>).

DAFTAR ISI

**PENGARUH MODAL INTELEKTUAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PADA PERUSAHAAN SEKTOR
KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Jeffy Wiradinata

Baldric Siregar

107-124

**LABA PERMANEN DAN PERILAKU DIVIDEN: PENGUJIAN KEMBALI MODEL GARETT DAN
PRIESTLEY DI BURSA EFEK INDONESIA**

Perminas Pangeran

125-141

**MODEL KESEIMBANGAN PERTUMBUHAN EKONOMI DAN DEFISIT ANGGARAN PEMERINTAH
(Kasus Indonesia, Tahun 1985-2009)**

Astuti Purnamawati

143-157

**PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP TINGKAT PENGUNGKAPAN INFORMASI
SOSIAL PERUSAHAAN**

(Studi Empiris pada Perusahaan yang Tergolong *High Profile* di BEI)

Puji Handayati

159-169

**PENGARUH UANG BEREDAR TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN DI BURSA EFEK
INDONESIA PERIODE 1998:1-2009:12**

Henny Rahyuda

171-180

ANALISIS EMPIRIS NETRALITAS UANG DI INDONESIA

Endang Setyawati

181-192

PENGARUH MODAL INTELEKTUAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PADA PERUSAHAAN SEKTOR KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Jeffy Wiradinata

PT SMART Tbk

Jalan M.H. Thamrin No 51 Ka 22, Gondangdia, Menteng, Jakarta Pusat 10350

E-mail: jeffy_wiradinata@yahoo.co.id

Baldric Siregar

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta

Jalan Seturan Yogyakarta 55281

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

E-mail: siregar@accountant.com

ABSTRACT

This study investigates the influences of firm's intellectual capital and their major components of a firm's resource base (physical capital, human capital and structural capital) to three traditional dimensions of financial company's performance: operating profit margin, earning per share, and return on equity. This study uses the Pulic's framework. Data are drawn from 73 financial sectors companies listed on Indonesia Stock Exchange for the period of 2005 to 2009. This study uses simple linear regression for data analysis. The results show that intellectual capital influences positively to operating profit margin and return on equity; value added physical capital influences positively to operating profit margin, earning per share, and return on equity; value added human capital influences positively to operating profit margin and return on equity; value added structural capital influences positively to operating profit margin, earning per share, and return on equity; value added physical capital influences positively to the future operating profit margin, earning per share, and return on equity; value added human capital influences positively to the future operat-

ing profit margin and return on equity; value added structural capital influences positively to the future operating profit margin, earning per share, and return on equity; intellectual capital influences positively to the future operating profit margin and return on equity; and the rate of growth of a company's intellectual capital influences positively to the future earning per share. The results help to encourage stakeholders to better harness and manage intellectual capital.

Keywords: intellectual capital, value added intellectual coefficient, financial performance, company performance, financial sector

PENDAHULUAN

Pada saat ini dunia mengalami revolusi dalam teknologi informasi, inovasi, telekomunikasi, dan persaingan yang ketat. Revolusi ini mendorong banyak sektor terutama perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang sebagian besar menggunakan modal manusia dan modal kastomer untuk bertahan (Kamath, 2007).

Perkembangan perusahaan bergantung pada penciptaan transformasi dan kapitalisasi dari pengetahuan. Berkembangnya ekonomi berbasis ilmu pengetahuan mendorong perusahaan untuk meningkatkan pentingnya modal intelektual (*Intellectual Capital*)¹ (Petty dan Guthrie, 2000).

Mengapa penting sekali mengukur modal intelektual perusahaan? Jawabannya sederhana; karena terdapat aset berwujud dan tidak berwujud yang dipersepsikan sebagai aset strategis yang penting bagi perusahaan (Kamath, 2008). Sawarjuwono dan Agustine (2003) mengatakan bahwa dalam sistem manajemen berbasis pengetahuan, modal konvensional seperti sumber daya alam, sumber daya keuangan, dan aset fisik lainnya menjadi kurang penting dibandingkan dengan modal berbasis pengetahuan dan teknologi. Dengan menggunakan sumber daya berbasis pengetahuan, maka suatu perusahaan dapat mengetahui bagaimana cara menggunakan sumber daya secara efisien dan ekonomis sebagai faktor utama dalam mempertahankan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan (Wang dan Chang, 2005; Ting dan Lean, 2009).

Penelitian ini menguji apakah terdapat pengaruh komponen modal intelektual terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pada saat ini, banyak perusahaan di Indonesia melakukan investasi pada pelatihan karyawan, penelitian dan perkembangan, hubungan kastomer, sistem komputer, dan administratif. Perusahaan melakukan investasi pada komponen modal intelektual, yaitu modal fisik (VACA), modal manusia (VAHU), dan modal struktural (STVA)². Investasi pada ketiga komponen modal intelektual diharapkan memberikan keunggulan kompetitif bagi perusahaan yang akhirnya akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan dan memprediksi kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

Selain itu, penelitian ini menguji apakah terdapat pengaruh pertumbuhan modal intelektual terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Perusahaan melakukan investasi pada modal intelektual setiap tahun berbeda. Jika intelektual merupakan kunci keberhasilan di masa depan, maka pertumbuhan investasi pada modal intelektual diharapkan dapat memprediksi kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Salah satu teori yang mendasari penelitian ini adalah teori basis sumber daya (Fierer dan Williams, 2003; Riahi-Belkaoui, 2003). Teori ini mengemukakan bahwa sumber daya perusahaan bersifat heterogen, jasa produktif yang tersedia berasal dari sumber daya perusahaan yang memberikan karakter unik bagi tiap perusahaan. Teori ini memandang perusahaan sebagai sekumpulan aset fisik dan aset tidak berwujud serta kemampuan perusahaan memperoleh, mengelola, dan mempertahankan sumber daya. Pendukung teori basis sumber daya mengusulkan bahwa kinerja perusahaan merupakan suatu fungsi dari penggunaan aset fisik dan tidak berwujud perusahaan secara efisien dan efektif.

Selain teori basis sumber daya, penelitian ini juga terkait dengan dengan teori lainnya yaitu teori pihak berkepentingan (*stakeholder theory*). Teori ini lebih mempertimbangkan posisi para pihak yang berkepentingan yang dianggap memiliki kekuasaan. Kelompok pihak berkepentingan inilah yang menjadi pertimbangan utama bagi perusahaan dalam mengungkapkan atau tidak mengungkapkan suatu informasi di dalam laporan keuangan. Dalam pandangan teori pihak berkepentingan, perusahaan juga memiliki pihak berkepentingan, bukan hanya sekedar pemegang saham (Riahi-Belkaoui, 2003).

¹ Zeghal dan Maaloul (2010) mendefinisikan modal intelektual sebagai gabungan semua pengetahuan suatu perusahaan yang bisa digunakan dalam proses membangun bisnis untuk menciptakan nilai tambah bagi perusahaan.

² Modal fisik (*value added physical capital*) yaitu modal yang dimiliki perusahaan berupa dana keuangan dan aset fisik yang digunakan untuk membantu penciptaan nilai tambah perusahaan. Modal manusia (*value added human capital*) merupakan modal yang terkait dengan pengembangan sumber daya manusia perusahaan, seperti kompetensi, komitmen, motivasi, dan loyalitas karyawan (Kamath, 2007). Modal manusia akan meningkat jika perusahaan mampu menggunakan dan mengembangkan pengetahuan yang dimiliki oleh karyawannya dengan baik. Modal Struktural (*value added structural capital*) merupakan modal yang dimiliki perusahaan meliputi pengetahuan yang akan tetap berada dalam perusahaan terdiri dari rutinitas perusahaan, prosedur, sistem, budaya, dan *database* (Astuti dan Sabeni, 2005).

Menurut Riahi-Belkaoui (2003), Kelompok 'stake' tersebut meliputi: pemegang saham, karyawan, kastomer, pemasok, kreditur, pemerintah, dan masyarakat.

Konsensus yang muncul dari konteks teori pihak berkepentingan yaitu laba akuntansi hanya merupakan ukuran tingkat kembalian investasi (*return*) bagi pemegang saham, sedangkan nilai tambah adalah ukuran yang lebih akurat yang diciptakan oleh pihak berkepentingan dan kemudian didistribusikan kepada pihak berkepentingan yang sama. Pada dasarnya, nilai tambah merupakan kenaikan kekayaan yang dihasilkan oleh penggunaan sumber daya produktif. Nilai tambah yang memiliki akurasi tinggi dihubungkan dengan tingkat kembalian investasi yang dianggap sebagai ukuran bagi pemegang saham. Dengan demikian, baik nilai tambah maupun tingkat kembalian investasi dapat menjelaskan kekuatan teori pihak-pihak yang berkepentingan dalam kaitannya dengan pengukuran kinerja perusahaan.

Banyak peneliti dan praktisi telah mengusulkan sejumlah definisi modal intelektual. Mavridis (2004) menyatakan bahwa modal intelektual adalah "aset yang tidak berwujud yang mampu menciptakan suatu nilai bagi perusahaan dan lembaganya". Menurut Bontis *et al.* (2000), modal intelektual merupakan alat-alat intelektual yang meliputi pengetahuan, informasi, properti intelektual, dan pengalaman yang dapat digunakan untuk menciptakan kekayaan bagi perusahaan. Ting dan Lean (2009) mendefinisikan modal intelektual sebagai pengetahuan berupa pengalaman, teknologi, hubungan kastomer, dan keahlian profesional yang memberikan perusahaan kemampuan untuk bersaing di pasar. Cohen dan Kaimenakis (2007) menyatakan bahwa modal intelektual sebagai gabungan sumber daya tidak berwujud memuat pengetahuan yang dimiliki perusahaan dan manajemen efektif yang dapat memberikan perusahaan suatu keunggulan kompetitif.

Modal intelektual dipandang sebagai sumber daya yang strategis untuk memperoleh keunggulan kompetitif. Secara umum, para peneliti mengidentifikasi tiga konstruk utama dari modal intelektual, yaitu: modal manusia, modal struktural, dan modal kastomer. Menurut Bontis *et al.* (2000), secara sederhana modal manusia merepresentasikan jumlah pengetahuan yang dimiliki individu suatu perusahaan yang

direpresentasikan oleh karyawannya. Modal manusia merupakan kombinasi dari budaya, pendidikan, pengalaman, dan sikap meliputi komponen perilaku kerja karyawan. El-Bannany (2008) menyatakan bahwa karyawan, dikenal sebagai modal manusia yang memiliki peran penting dalam menciptakan nilai melalui peningkatan efisiensi. Seleim *et al.* (2007) menyebutkan bahwa kecerdasan intelektual memungkinkan seorang karyawan untuk mengubah praktik dan berfikir inovatif dalam pemecahan masalah. Karyawan memperoleh keunggulan yang membolehkan untuk bersaing dalam bisnis.

Bontis *et al.* (2000) menyebutkan bahwa modal struktural meliputi seluruh pengetahuan yang bukan bersifat bukan manusia dalam suatu perusahaan, sedangkan Cohen dan Kaimenakis (2007) menyebutkan bahwa modal struktural merupakan prasarana yang digunakan perusahaan untuk mengkomersilkan modal intelektualnya. Dalam komponen modal struktural meliputi *database*, bagan perusahaan, proses manual, strategi, aktivitas perusahaan dan segala hal yang membuat nilai perusahaan lebih besar daripada nilai materialnya (Bontis *et al.*, 2000; Petty dan Guthrie, 2000). Modal struktural timbul dari proses dan nilai organisasi, menggambarkan perhatian internal dan eksternal perusahaan dan pembaharuan. Bontis *et al.* (2000) mengatakan bahwa organisasi dengan modal struktural yang kuat mempunyai dukungan budaya yang membolehkan individu untuk mencoba sesuatu yang baru, belajar, dan berani gagal. Menurut Shih *et al.* (2010), modal kastomer perusahaan terutama industri keuangan bergantung pada pelatihan karyawan dan pengembangan produk. Modal kastomer adalah pengetahuan yang melekat dalam jaringan pemasaran dan hubungan kastomer di mana suatu organisasi mengembangkannya melalui jalur bisnis perusahaan (Bontis *et al.*, 2000).

Dengan mempertimbangkan pentingnya peran modal intelektual dengan penciptaan nilai, Pulic (1998), dan rekannya di *Austrian Intellectual Capital Research Centre* mengembangkan suatu metode baru untuk mengukur modal intelektual perusahaan yang disebut dengan "koefisien nilai tambah intelektual (VAIC™)". Pulic (1998) mengembangkan metode untuk mengukur modal intelektual perusahaan dengan dua aspek penting penilaian dan kreasi nilai, yaitu 1) Nilai modal intelektual berbasis pasar tidak dapat dihitung

untuk perusahaan yang tidak terdaftar di pasar saham; 2) Tidak ada sistem pengawasan memadai efisiensi aktivitas bisnis sekarang yang dilakukan oleh karyawan. Apakah kemampuan karyawan mengarah ke kreasi nilai atau mungkin menghancurkan nilai.

Metode ini dikembangkan untuk menyajikan informasi tentang efisiensi penciptaan nilai dari aset berwujud dan aset tidak berwujud yang dimiliki perusahaan. Zeghal dan Maaloul (2010) mengatakan bahwa metode ini sangat penting karena membolehkan peneliti untuk mengukur kontribusi dari setiap sumber daya untuk menciptakan nilai tambah. Nilai tambah merupakan indikator paling objektif untuk menilai keberhasilan bisnis dan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam penciptaan nilai (Pulic, 1998). Nilai tambah merupakan selisih antara *output* (OUT) dan *input* (IN) (Pulic, 1998).

Tan *et al.* (2007) menyatakan bahwa *output* merepresentasikan pendapatan dan mencakup seluruh produk dan jasa yang dijual di pasar, sedangkan *input* mencakup seluruh biaya yang digunakan dalam memperoleh pendapatan. Menurut Tan *et al.* (2007), hal penting dalam model ini adalah biaya karyawan tidak termasuk dalam *input*. Karena peran aktifnya dalam proses penciptaan nilai, faktor-faktor intelektual (yang direpresentasikan dengan biaya karyawan) tidak dihitung sebagai biaya dan tidak masuk dalam komponen *input* (Pulic, 1998). Karena itu, aspek utama dalam model Pulic adalah memperlakukan karyawan sebagai entitas penciptaan nilai (Tan *et al.*, 2007).

Terdapat beberapa penelitian terhadap kinerja modal intelektual di Indonesia. Astuti dan Sabeni (2005) melakukan penelitian menggunakan 200 perusahaan di Jawa Tengah yang terdaftar di Badan Koordinasi Penanaman Modal Daerah Propinsi Daerah (BKPM) Provinsi Jawa Tengah. Hasil penelitian menunjukkan bahwa modal manusia memiliki hubungan yang lebih kuat dengan modal struktural jika hubungan tersebut bersifat langsung. Selain itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa modal kastomer dan modal struktural dapat berfungsi sebagai variabel intervensi hubungan modal manusia dengan kinerja perusahaan, sedangkan modal struktural dapat digunakan untuk memediasi hubungan modal kastomer dengan kinerja perusahaan.

Kuryanto dan Syafruddin (2008) melakukan penelitian menggunakan 73 perusahaan yang terdaftar

di Bursa efek Indonesia (BEI) dari kelompok industri sektor manufaktur, sektor jasa, dan sektor properti selama tahun 2003 sampai 2005 sebagai sampel. Hasil menunjukkan bahwa modal intelektual tidak memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan di masa depan. Selain itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan modal intelektual tidak memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan, dan kontribusi modal intelektual terhadap kinerja perusahaan berbeda oleh industri.

Ulum *et al.* (2008) melakukan penelitian dengan menggunakan 130 perusahaan dari sektor perbankan Indonesia selama tiga tahun dari tahun 2004 sampai 2006 sebagai sampel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa modal intelektual memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan dan tingkat pertumbuhan modal intelektual perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Di samping itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa modal manusia dan profitabilitas ROA merupakan indikator kinerja keuangan perusahaan yang paling signifikan bagi modal intelektual selama tiga tahun, sedangkan modal fisik hanya signifikan pada tahun 2006.

Selain Indonesia, penelitian mengenai hubungan modal intelektual telah banyak dibuktikan secara empiris oleh banyak peneliti di negara lain. Bontis *et al.* (2000) memulai penelitian modal intelektual di Malaysia dengan mencoba menguji tiga elemen modal intelektual, yaitu modal manusia, modal struktural, modal kastomer, dan antar hubungan ketiga elemen tersebut serta kinerja bisnis bagi industri jasa dan bukan jasa dengan menggunakan kuesioner yang berlaku secara psikometris. Penelitian menunjukkan hasil bahwa modal manusia dan modal kastomer merupakan faktor yang signifikan dalam operasional perusahaan, sedangkan modal struktural memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Ting dan Lean (2009) menggunakan data 20 laporan keuangan lembaga keuangan yang terdaftar di bursa efek Malaysia sektor keuangan selama tahun 1999 sampai 2007 sebagai sampel untuk mencoba menguji hubungan modal intelektual dengan kinerja keuangan perusahaan di Malaysia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tambah modal manusia dan nilai tambah modal fisik memiliki hubungan positif yang signifikan

dengan ROA. Namun nilai tambah modal struktural memiliki hubungan negatif yang tidak signifikan dengan ROA. Hasil ini menunjukkan bahwa modal manusia dengan bantuan modal fisik dapat memastikan pertumbuhan kinerja lembaga keuangan di masa depan di Malaysia. Selain itu, hasil juga menunjukkan bahwa modal intelektual dan ROA secara positif berhubungan dengan sektor keuangan Malaysia. Hasil ini menunjukkan bahwa modal intelektual meningkat dalam efisiensi penciptaan nilai mempengaruhi profitabilitas perusahaan.

Riahi-Belkaoui (2003) dengan menggunakan sampel perusahaan multinasional US, menemukan hubungan positif yang signifikan antara modal intelektual dengan kinerja keuangan di masa depan dengan mempertimbangkan modal intelektual sebagai sumber daya strategis yang mampu untuk menciptakan nilai tambah bagi perusahaan kecuali modal fisik dan modal keuangan bukan strategis karena secara sederhana merupakan sumber daya umum. Dengan menggunakan data dari 75 perusahaan publik di Afrika Selatan, Firer dan Williams (2003) menggunakan metode koefisien nilai tambah intelektual untuk menguji hubungan antara modal intelektual dengan ukuran tradisional kinerja perusahaan, yaitu profitabilitas (*return on assets*), produktivitas (perputaran total aset), dan nilai pasar (rasio nilai pasar terhadap nilai buku aset bersih). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kecuali nilai tambah modal fisik secara signifikan berpengaruh positif terhadap nilai pasar perusahaan. Hasil empiris peneliti gagal untuk membuktikan hubungan yang kuat antara tiga nilai tambah komponen efisiensi dan tiga ukuran kinerja perusahaan.

Mavridis (2004) meneliti 141 bank Jepang dari tahun 2000 sampai 2001. Peneliti memusatkan pada keadaan modal manusia dan modal fisik sebenarnya serta pengaruhnya terhadap kinerja berbasis nilai tambah intelektual. Penelitian ini menemukan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara nilai tambah dengan modal fisik. Baik modal fisik maupun modal manusia berkontribusi pada nilai *Best Practice Index* (BPI) dalam cara yang berbeda. Kinerja Bank-bank ini sebagian besar sangat baik dalam pemakaian modal intelektual atau modal manusianya dan kurang baik dalam pemakaian modal fisiknya.

Di Finlandia, lebih dari 60.000 kasus atau sampel perusahaan mewakili 11 industri utama antara 2001 dan

2003 yang diteliti menggunakan metodologi VAIC™ (Kujansivu dan Lonqvist, 2007). Studi di Finlandia memberikan bukti empiris bahwa efisiensi modal intelektual antara faktor-faktor yang mempengaruhi produktivitas dan profitabilitas perusahaan Finlandia. Kemudian, hubungan antara modal intelektual dengan kinerja perusahaan telah dilaporkan dalam perusahaan Eropa di wilayah relatif berkembang.

Dengan menggunakan sampel perusahaan IT yang terdaftar di Taiwan selama tahun 1997-2001, Wang dan Chang (2005) melakukan penelitian menguji hubungan sebab-akibat antara elemen modal intelektual dengan kinerja bisnis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dengan pengecualian modal manusia, modal inovasi, modal proses, dan modal kastomer semua memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja. Meskipun modal manusia tidak berpengaruh langsung terhadap kinerja, tetapi modal manusia memiliki pengaruh langsung terhadap elemen modal intelektual lainnya yang akhirnya mempengaruhi kinerja.

Di Taiwan, Shiu (2006) melakukan studi *cross-sectional* dari 80 perusahaan teknologi Taiwan yang terdaftar selama tahun 2003. Penelitian ini menemukan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara modal intelektual dengan profitabilitas dan penilaian pasar, tetapi hubungan yang negatif dengan produktivitas. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa industri teknologi di Taiwan mampu mengubah aset tidak berwujud seperti modal intelektual menjadi barang atau jasa bernilai tambah yang tinggi.

Kamath (2007) menyelidiki modal intelektual untuk mengukur kinerja sektor perbankan India berbasis nilai dari tahun 2000 sampai 2004. Hasil menunjukkan bahwa bank-bank asing merupakan pemain teratas dalam nilai tambah modal manusia sedangkan bank-bank sektor publik di India merupakan pemain utama dalam nilai tambah modal fisik. Terdapat banyak perbedaan dalam kinerja bank-bank India di segmen berbeda. Penelitian ini menegaskan bahwa kinerja segmen berbeda dari bank-bank India yang sebagian besar berkaitan dengan perbedaan dalam modal manusia. Peneliti menyimpulkan bahwa bank-bank sektor publik di India sepertinya membuat kapasitas yang besar dari tenaga kerja tidak efisien, yang tidak memberikan sesuatu pada kreasi nilai.

Kamath (2008) mencoba menguji hubungan modal intelektual dengan kinerja keuangan. Peneliti

menggunakan 25 perusahaan farmasi di India selama 10 periode dari 1996 sampai 2006 sebagai sampel. Hasil penelitian empiris tersebut gagal untuk menentukan hubungan positif antara kinerja perusahaan yaitu profitabilitas, produktivitas dan penilaian pasar dengan modal intelektual. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pihak-pihak berkepentingan masih mempersepsikan kinerja perusahaan pada aset berwujud dan masih kurang pada aset tidak berwujud.

Santanu dan Amitava (2009) mencoba menguji hubungan antara modal intelektual dengan kinerja keuangan perusahaan konvensional perangkat lunak dan farmasi India selama lima tahun dari 2002 sampai 2006. Sampel yang digunakan yaitu 80 perusahaan India yang terdaftar di bursa efek Bombay dan bursa efek nasional dalam sektor industri perangkat lunak (50 perusahaan) dan Farmasi (30 perusahaan). Berdasarkan hal ini, peneliti menyimpulkan bahwa hubungan antara kinerja modal intelektual perusahaan dengan indikator kinerja konvensional, yaitu profitabilitas, produktivitas, dan penilaian pasar adalah berbeda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja modal intelektual perusahaan dapat menjelaskan profitabilitas, tetapi tidak dapat menjelaskan produktivitas dan penilaian pasar di India.

Chen *et al.* (2005) menggunakan data dikumpulkan dari perusahaan yang terdaftar di Bursa efek Taiwan selama 1992-2002 sebagai sampel mencoba menguji hubungan antara efisiensi kreasi nilai dan penilaian pasar perusahaan, serta kinerja keuangan. Komposisi utama sampel adalah perusahaan elektronik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa modal intelektual mempunyai pengaruh positif terhadap nilai pasar dan kinerja keuangan perusahaan. Tan *et al.* (2007) melakukan penelitian dengan menggunakan 150 perusahaan yang terdaftar di bursa efek Singapura selama tahun 2000 sampai 2002 sebagai sampel. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara modal intelektual perusahaan dengan kinerja keuangan perusahaan dan kontribusi modal intelektual terhadap kinerja perusahaan berbeda pada setiap industri.

Sabolovic (2009) melakukan penelitian menggunakan perusahaan Republik Ceko sebagai sampel yang diambil secara acak selama periode 1993 sampai 2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa

penciptaan nilai pada perusahaan Republik Ceko cenderung menurun. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa perusahaan Republik Ceko sebaiknya memusatkan aktivitasnya pada inovasi mengimplementasikan proses sehingga barang dan jasa memiliki nilai tambah lebih tinggi. Seleim *et al.* (2007) mencoba menguji hubungan antara modal manusia dengan ukuran kinerja keuangan perusahaan perangkat lunak yang terdaftar sebagai dewan industri perangkat lunak Mesir. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara modal manusia dengan kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menegaskan bahwa semakin berkualitas pengembang perangkat lunak membuat perbedaan besar yang akan meningkatkan produktivitas perusahaan.

Cohen dan Kaimenakis (2007) melakukan pengujian hubungan modal intelektual dengan kinerja perusahaan pada perusahaan kecil dan menengah sektor: periklanan, teknologi informasi, dan konsultasi di Yunani. Interaksi kategori-kategori aset intelektual dalam perusahaan kecil dan menengah pada beberapa aspek berbeda dari pola yang ditunjukkan dari penelitian lain yang menguji perusahaan besar. Hasil pengujian empiris memberikan bukti pendukung bahwa kategori-kategori aset tertentu dari modal intelektual memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Chan (2009) menguji secara empiris apakah modal intelektual memiliki pengaruh terhadap aspek keuangan kinerja perusahaan. Data yang digunakan untuk penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dari Indeks Hang Seng bursa efek Hong Kong dari tahun 2001 hingga 2005. Hasil penelitian ini tidak menemukan adanya bukti yang meyakinkan untuk mendukung hubungan antara modal intelektual yang diukur menggunakan koefisien nilai tambah intelektual dengan empat ukuran kinerja keuangan perusahaan di Hong Kong.

Penelitian terbaru dilakukan oleh Zeghal dan Maaloul (2010) yang mencoba menguji secara empiris modal intelektual dan dampaknya terhadap kinerja pada 300 perusahaan *United Kingdom* (UK) yang terdaftar di bursa efek London dan terdapat pada “*value added scoreboard*” disediakan oleh Departemen industri dan perdagangan UK. Hasil penelitian menunjukkan bahwa modal intelektual perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan ekonomi. Tetapi, hubungan antara modal intelektual dengan kinerja pasar

saham hanya signifikan pada industri berteknologi tinggi. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa modal fisik merupakan faktor utama yang menentukan kinerja keuangan dan pasar saham meskipun modal fisik memiliki pengaruh positif terhadap kinerja ekonomi.

Sebagian besar penelitian yang telah dilakukan oleh banyak peneliti di berbagai negara telah memberikan bukti empiris bahwa modal intelektual memiliki pengaruh dan hubungan positif dengan kinerja perusahaan, Meskipun terdapat beberapa penelitian yang gagal menemukan bukti yang mendukung adanya hubungan tersebut. Penelitian saat ini mencoba menguji hubungan modal intelektual dengan kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan data perusahaan yang bergerak pada sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 5 tahun dari 2005 sampai 2009.

Praktik akuntansi konservatisme menekankan bahwa investasi perusahaan dalam modal intelektual yang disajikan dalam laporan keuangan dihasilkan dari peningkatan selisih antara nilai pasar dan nilai buku. Jadi, jika modal intelektual merupakan sumber daya yang terukur untuk peningkatan keunggulan kompetitif, maka modal intelektual akan memberikan kontribusi terhadap kinerja keuangan perusahaan. Peneliti berharap modal intelektual memainkan peran penting dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Dengan menggunakan metode koefisien nilai tambah intelektual yang diformulasikan oleh Pulic (1998) sebagai ukuran kemampuan intelektual perusahaan, maka hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1: Modal intelektual perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Modal intelektual merupakan ukuran yang tepat bagi kemampuan intelektual perusahaan. Banyak perusahaan melakukan investasi pada pelatihan karyawan, penelitian dan pengembangan, hubungan kastomer, sistem komputer, dan administratif. Jika nilai pada ketiga komponen modal intelektual berbeda, yaitu nilai tambah modal fisik, nilai tambah modal manusia, dan nilai tambah modal struktural, maka ketiga komponen modal intelektual kemungkinan akan memberikan kontribusi yang berbeda atau tidak memberikan kontribusi terhadap kinerja keuangan perusahaan. Peneliti berharap ketiga komponen modal intelektual memiliki peran dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan memprediksi kinerja

keuangan perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, peneliti mengusulkan hipotesis berikut untuk menguji hubungan antara nilai perusahaan dengan masing-masing komponen modal intelektual:

H2:

- a. Nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.
- b. Nilai tambah modal manusia berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.
- c. Nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.
- d. Nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.
- e. Nilai tambah modal manusia berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.
- f. Nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

Modal intelektual tidak hanya memiliki pengaruh positif dengan kinerja perusahaan tahun berjalan, tetapi modal intelektual juga dapat memprediksi kinerja keuangan perusahaan di masa depan. jika modal intelektual merupakan sumber daya yang terukur untuk peningkatan keunggulan kompetitif, maka modal intelektual akan memberikan kontribusi terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, hipotesis yang dapat diajukan dalam bentuk alternatif, yaitu:

H3: Modal intelektual perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

Setiap tahun, modal intelektual perusahaan berbeda. Jika perusahaan yang memiliki modal intelektual lebih tinggi akan cenderung memiliki kinerja masa depan yang lebih baik. Logikanya, tingkat pertumbuhan modal intelektual mungkin memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan penelitian, yaitu:

H4: Tingkat pertumbuhan modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

Sampel penelitian ini adalah adalah perusahaan publik yang bergerak pada sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 5

(lima tahun), yaitu tahun 2005 sampai dengan tahun 2009. Perusahaan sektor keuangan yang dimaksud, yaitu perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya, berupa agen kredit, sekuritas, dan asuransi. Penggunaan perusahaan sektor keuangan pada umumnya memberikan bidang yang ideal untuk penelitian modal intelektual karena 1) terdapat data yang lebih dapat diandalkan dalam bentuk akun yang dipublikasi (Neraca, laba/rugi); 2) sifat bisnis sektor keuangan padat akan intelektual; dan 3) karyawan pada sektor keuangan secara intelektual lebih homogen dibandingkan sektor ekonomi lainnya.

Pemilihan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling*. Dengan metode pemilihan sampel ini, sampel penelitian dipilih atas dasar kriteria sebagai berikut: 1) perusahaan yang akan dianalisis hanya pada perusahaan sektor perbankan dan lembaga keuangan lainnya yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI); 2) perusahaan tetap *listing* selama periode penelitian; 3) perusahaan yang tidak mengalami rugi dan neracanya tidak menunjukkan kekayaan negatif; dan 4) perusahaan yang kehilangan data (tidak

ada dalam laporan keuangan tahunan akibat merger, pembelian kembali, skors, dan *delisting*) harus dikeluarkan. Pemilihan sektor perbankan sebagai sampel mengacu pada penelitian Firer dan William (2003); Mavridis (2004); Kamath (2007); El-Bannany (2008); dan Shih *et al.* (2010), sedangkan pemilihan sektor lembaga keuangan lainnya sebagai sampel mengacu pada penelitian Ting dan Lean (2009). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan. Data keuangan tersebut diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan sektor keuangan terdaftar di BEI yang dimulai dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2009. Data akuntansi dikumpulkan dari *database* BEI (www.idx.co.id) dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2005-2009.

Variabel dependen meliputi *return on equity* (ROE), margin laba (PM), dan laba per lembar saham (EPS). Variabel independen meliputi nilai tambah modal fisik (VACA), nilai tambah modal manusia (VAHU), nilai tambah modal struktural (STVA), koefisien nilai tambah intelektual (VAICTM), dan tingkat pertumbuhan modal intelektual (ROGIC). Selain itu, penelitian ini juga

Tabel 1
Variabel dan Pengukuran

Variabel	Pengukuran
Modal Intelektual	Koefisien nilai tambah intelektual (VAIC TM) (Nilai Tambah Modal Fisik + Nilai Tambah Modal Manusia + Nilai Tambah Modal Struktural)
Nilai Tambah Modal Fisik (VACA)	Nilai Tambah Modal Fisik = Nilai Tambah / Modal Fisik Nilai Tambah = Total Penjualan dan Pendapatan Lain – Biaya-biaya Modal Fisik = Total Aset – Aset Tidak Berwujud
Nilai Tambah Modal Manusia (VAHU)	Nilai Tambah Modal Manusia = Nilai Tambah / Modal Manusia Modal Manusia = Total Pengeluaran pada Karyawan (Biaya Karyawan)
Nilai Tambah Modal Struktural (STVA)	Nilai Tambah Modal Struktural = Modal Struktural / Nilai Tambah Modal Struktural = Nilai Tambah – Modal Manusia
Tingkat Pertumbuhan Modal Intelektual (ROGIC)	Tingkat Pertumbuhan Modal Intelektual = Koefisien Nilai Tambah Intelektual Tahun t – Koefisien Nilai Tambah Intelektual Tahun t-1
Kinerja Keuangan Perusahaan (Y)	<i>Return on equity</i> (ROE) = Laba Pemegang Saham / Total Modal Pemegang Saham Margin Laba Operasi (OPM) = Laba Operasi / Penjualan Laba Per Lembar Saham = Laba Bersih / Jumlah Lembar Saham yang Beredar
Ukuran Perusahaan (SIZE)	Ukuran perusahaan (SIZE) digunakan untuk mengukur pengaruh ukuran kreasi kekayaan melalui skala ekonomi, monopoli, dan kekuatan tawar menawar.
Leverage (LEVE)	<i>Leverage</i> (LEVE) merupakan rasio utang terhadap nilai buku aset. <i>Leverage</i> digunakan untuk mengendalikn pengaruh bantuan utang terhadap kinerja perusahaan dan kreasi kekayaan.

menggunakan variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan (SIZE) dan *leverage* (LEVE). Variabel kontrol digunakan untuk menghindari adanya hubungan palsu antara variabel independen dengan variabel dependen.

Untuk menggambarkan hubungan variabel yang ada, berikut persamaan regresi yang akan diolah dengan menggunakan program Eviews 4.1, yaitu:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 VAIC_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 LEVE_t + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 VACA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 VAHU_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \varepsilon_3 \quad (3)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 STVA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \varepsilon_4 \quad (4)$$

$$Y_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 VACA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \varepsilon_5 \quad (5)$$

$$Y_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 VAHU_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \varepsilon_6 \quad (6)$$

$$Y_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 STVA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \varepsilon_7 \quad (7)$$

$$Y_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 VAIC_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 LEVE_t + \varepsilon_8 \quad (8)$$

$$Y_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 ROGI_t + \gamma_2 SIZE_t + \gamma_3 LEVE_t + \varepsilon_9 \quad (9)$$

Di mana:

Y_t : kinerja keuangan perusahaan tahun berjalan.

Y_{t+1} : kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

$VACA_t$: nilai tambah modal fisik tahun t.

$VAHU_t$: nilai tambah modal manusia tahun t.

$STVA_t$: nilai tambah modal structural tahun t.

$ROGI_t$: tingkat pertumbuhan modal intelektual tahun t.

$SIZE_t$: ukuran perusahaan.

$LEVE_t$: *leverage*.

Pengujian hipotesis 1 tentang pengaruh modal intelektual terhadap kinerja keuangan digunakan dengan mengestimasi persamaan (1). Pengujian hipotesis 2a, hipotesis 2b, hipotesis 2c tentang pengaruh komponen modal intelektual terhadap kinerja keuangan tahun berjalan digunakan dengan mengestimasi masing-masing persamaan (2), persamaan (3), dan persamaan (4), sedangkan pengujian hipotesis 2d, hipotesis 2e, hipotesis 2f tentang pengaruh komponen modal intelektual terhadap kinerja perusahaan di masa depan digunakan

dengan mengestimasi masing-masing persamaan (5), persamaan (6), dan persamaan (7). Pengujian hipotesis 3 tentang pengaruh modal intelektual terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan digunakan dengan mengestimasi persamaan (8). Untuk pengujian hipotesis 4 tentang pengaruh pertumbuhan modal intelektual terhadap kinerja keuangan di masa depan digunakan dengan mengestimasi persamaan (9). Semua informasi yang dibutuhkan tersedia dalam laporan keuangan tahunan yang dipublikasi di BEI selama tahun 2005 sampai dengan 2009.

HASIL PENELITIAN

Penelitian ini didasarkan pada data yang tersedia di internet dan *database* BEI tahun 2005 sampai dengan 2009 diperoleh sebanyak 50 perusahaan yang layak dijadikan sebagai sampel penelitian. Tabel 2 menggambarkan prosedur pemilihan sampel penelitian.

Tabel 2
Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumlah sampel awal	73
Perusahaan sektor keuangan yang mengalami rugi selama tahun 2005-2009.	(22)
Perusahaan sektor keuangan yang melakukan merger selama tahun 2005-2009	(1)
Jumlah sampel akhir	50

Selama tahun 2005 sampai dengan tahun 2009 terdapat 365 pengamatan. Jumlah tersebut berasal dari jumlah perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di BEI dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2009 masing-masing 73 perusahaan secara berturut-turut, yaitu 30 perbankan, 16 agen kredit selain bank, 15 sekuritas, dan 12 asuransi. Berdasarkan jumlah tersebut terdapat 22 perusahaan yang mengalami rugi selama periode pengamatan pada sebanyak 110 pengamatan sehingga ada sebanyak 255 yang dapat digunakan. Namun karena sebanyak 5 pengamatan berisi data perusahaan yang melakukan merger, maka data akhir yang diolah adalah 250 pengamatan untuk menguji pengaruh modal intelektual terhadap kinerja keuangan perusahaan di tahun berjalan, sedangkan untuk menguji pengaruh

Tabel 3
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
VACA	0,011	0,511	0,075	0,071
VAHU	1,016	21,889	3,011	3,253
STVA	0,016	0,954	0,502	0,214
VAIC	1,064	22,914	3,589	3,421
ROGIC	-16,549	15,249	-0,288	2,599
OPM	0,01	80,90	23,67	0,187
EPS	0,75	1.212	103,81	150,178
ROE	0,49	68,58	13,52	9,901

modal intelektual dan tingkat pertumbuhan modal intelektual terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan hanya menggunakan 200 pengamatan. Hal ini dikarenakan modal intelektual dan tingkat pertumbuhan modal intelektual diuji terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan *lag* 1 tahun. Data yang digunakan sebanyak 250 laporan keuangan perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2005-2009.

Pada Tabel 3 disajikan statistik deskriptif variabel-variabel penelitian untuk data sampel pengujian pengaruh modal intelektual, komponen modal intelektual, dan tingkat pertumbuhan modal terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pada Tabel 3 terlihat bahwa variabel modal fisik (VACA), modal manusia (VAHU), dan modal struktural (STVA) memiliki nilai minimum masing-masing Rp0,011; Rp1,016; Rp0,016 dan maksimum Rp0,511; Rp21,889; Rp0,954. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat komponen modal intelektual yang diinvestasikan setiap perusahaan sektor keuangan di Indonesia bervariasi. Variabel modal manusia memiliki rata-rata paling besar yaitu Rp3,011 dibandingkan modal fisik maupun modal struktural yaitu Rp0,075 dan Rp0,502. Artinya, perusahaan sektor keuangan lebih banyak melakukan investasi pada kemampuan sumber daya manusia perusahaan. Rata-rata modal intelektual (VAICTM) perusahaan sektor keuangan di Indonesia adalah Rp3,589. Angka ini merupakan jumlah setiap rupiah yang diinvestasikan perusahaan untuk memberikan kontribusi nilai tambah bagi perusahaan. Rata-rata tingkat pertumbuhan modal intelektual (ROGIC) perusahaan sektor keuangan di Indonesia sebesar -0,29%. Hal ini merupakan indikasi bahwa rata-rata modal intelektual

yang diinvestasikan perusahaan keuangan cenderung menurun. Tingkat pertumbuhan modal intelektual memiliki nilai minimum -16,5% dan maksimum 15,3%. Hal ini mengindikasikan pertumbuhan investasi modal intelektual perusahaan sektor keuangan di Indonesia ada yang mengalami kenaikan maupun penurunan.

Variabel kinerja keuangan perusahaan sektor keuangan diprosikan oleh margin laba operasi (OPM), laba per lembar saham (EPS), dan *return on equity* (ROE). Rata-rata masing-masing ukuran kinerja keuangan yaitu 23,7%; Rp104,00; dan 13,52%. Angka ini menunjukkan rata-rata kemampuan seluruh perusahaan sektor keuangan untuk menghasilkan kinerja terbaiknya. Margin laba operasi, laba per lembar saham, dan *return on equity* memiliki nilai minimum masing-masing 0,01%; Rp0,75; dan 0,49%. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan terburuk pada perusahaan sektor keuangan, sedangkan nilai maksimum masing-masing 80,90%; Rp1.212,00; dan 68,58% menunjukkan bahwa kinerja keuangan terbaik perusahaan sektor keuangan.

Pada hipotesis 1 diprediksi bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan. Prediksi dalam hipotesis ini diterima apabila koefisien $\hat{\alpha}_1$ bernilai positif dan hasil estimasi persamaan (1) nilai probabilitasnya lebih kecil dari alpha (α), yaitu 5%. Seperti tampak pada Tabel 4, koefisien $\hat{\alpha}_1$ bernilai positif kecuali pada proksi laba per lembar saham yang menunjukkan koefisien α_1 bernilai negatif (-0,364). Selain itu, hasil estimasi persamaan (1) menunjukkan bahwa nilai probabilitasnya lebih kecil dari alpha (α) 5%. Nilai probabilitas dari ketiga proksi kinerja keuangan

adalah 0,0000 menunjukkan kuatnya dukungan terhadap hipotesis ini kecuali pada proksi laba per lembar saham. Dengan bukti empiris seperti ini, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 diterima jika menggunakan proksi margin laba operasi dan *return on equity* yang menyatakan bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan.

Seperti tampak pada Tabel 5, semua koefisien β_1 bernilai positif. Hasil estimasi persamaan (2) menunjukkan bahwa nilai probabilitasnya lebih kecil dari dari alpha (α) 5%. Hipotesis 2a diprediksi bahwa nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan. Prediksi dalam hipotesis ini didukung jika koefisien β_1 bernilai positif dan hasil estimasi persamaan (2) nilai probabilitasnya lebih kecil dari 5%. Nilai probabilitas ketiga ukuran kinerja keuangan sebesar $0,0000 < 0,05$ menunjukkan kuatnya dukungan terhadap hipotesis ini. Model persamaan memiliki nilai F dan R^2 cukup besar sehingga variasi variabel independen dalam

modal mampu menjelaskan variasi variabel dependen. Berdasarkan bukti empiris ini, dapat disimpulkan hipotesis 2a didukung.

Pada hipotesis 2b diprediksi bahwa nilai tambah modal manusia berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan. Prediksi dalam hipotesis ini diterima apabila koefisien β_1 bernilai positif dan hasil estimasi persamaan (3) nilai probabilitasnya lebih kecil dari alpha (α), yaitu 5%. Pada Tabel 6, koefisien β_1 bernilai positif kecuali pada proksi laba per lembar saham yang menunjukkan koefisien β_1 bernilai negatif (-1,521). Hasil estimasi persamaan (3) menunjukkan nilai probabilitas dari ketiga proksi kinerja keuangan adalah $0,0000 < 0,05$. Hal ini menunjukkan kuatnya dukungan terhadap hipotesis 2b kecuali pada proksi laba per lembar saham. Nilai F dan R^2 dalam model persamaan (3) cukup besar. Berdasarkan bukti empiris ini, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2b didukung jika menggunakan proksi margin laba operasi dan *return on equity*.

Tabel 4
Hasil Pengujian Hipotesis 1

Estimasi Persamaan 1: $Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 VAIC_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 LEVE_t + \varepsilon_t$

Yt	α_1	α_2	α_3	F	Prob.	R ²	N	Temuan
OPM	0,096	0,038	-0,243	14,747	0,0000	15,24%	250	Diterima
EPS	-0,364	26,412	-45,675	10,083	0,0000	10,95%	250	Ditolak
ROE	0,528	0,719	3,204	9,859	0,0000	10,73%	250	Diterima

Tabel 5
Hasil Pengujian Hipotesis 2a

Estimasi Persamaan 2: $Y_t = \beta_0 + \beta_1 VACA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \beta_2$

Yt	β_1	β_2	β_3	F	Prob.	R ²	N	Temuan
OPM	3,011	0,095	-0,441	8,183	0,0000	9,07%	250	Diterima
EPS	1507,9	45,997	-43,206	93,967	0,0000	53,40%	250	Diterima
ROE	103,14	2,161	2,219	94,110	0,0000	53,44%	250	Diterima

Hipotesis 2c diprediksi bahwa nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan. Pada Tabel 7, semua koefisien β_1 menunjukkan angka positif dan hasil estimasi persamaan (4) menunjukkan nilai probabilitas ketiga ukuran kinerja keuangan sebesar 0,0000. Nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 menunjukkan hipotesis 2c didukung. Model persamaan cukup *fit* di mana nilai F dan R^2 cukup besar. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2c diterima yang menyatakan bahwa nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan.

Pada Tabel 8, koefisien β_1 bernilai positif dan hasil estimasi persamaan (5) menunjukkan nilai probabilitasnya lebih kecil dari alpha (α) 5%. Nilai

probabilitas dari ketiga proksi kinerja keuangan adalah $0,0000 < 0,05$. Dalam hipotesis 2e diprediksi bahwa nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Nilai F dan R^2 dalam model persamaan cukup besar. Dengan demikian, hipotesis 2d didukung kuat yang menyatakan bahwa nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

Dalam hipotesis 2e diprediksi nilai tambah modal manusia berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Prediksi dalam hipotesis ini didukung jika koefisien β_1 bernilai positif dan hasil estimasi persamaan (6) nilai probabilitasnya lebih kecil dari alpha (α), yaitu 5%. Pada Tabel 9, nilai koefisien β_1 adalah positif kecuali pada ukuran laba per lembar saham yang bernilai negatif (-2,840). Selain itu, hasil

Tabel 6
Hasil Pengujian Hipotesis 2b

Estimasi Persamaan 3: $Y_t = \beta_0 + \beta_1 VAHU_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \epsilon_3$

Yt	β_1	β_2	β_3	F	Prob.	R ²	N	Temuan
OPM	0,093	0,038	-0,259	12,981	0,0000	13,67%	250	Diterima
EPS	-1,521	26,630	-47,936	10,178	0,0000	11,04%	250	Ditolak
ROE	0,464	0,730	3,023	8,939	0,0000	9,83%	250	Diterima

Tabel 7
Hasil Pengujian Hipotesis 2c

Estimasi Persamaan 4: $Y_t = \beta_0 + \beta_1 STVA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \epsilon_4$

Yt	β_1	β_2	β_3	F	Prob.	R ²	N	Temuan
OPM	2,655	0,029	-0,178	47,572	0,0000	36,72%	250	Diterima
EPS	100,3	25,342	-34,874	12,112	0,0000	12,87%	250	Diterima
ROE	16,300	0,654	3,734	19,787	0,0000	19,44	250	Diterima

Tabel 8
Hasil Pengujian Hipotesis 2d

Estimasi Persamaan 5: $Y_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 VACA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \epsilon_5$

Y _{t+1}	β_1	β_2	β_3	F	Prob.	R ²	N	Temuan
OPM	2,635	0,103	-0,437	5,375	0,0014	7,60%	200	Diterima
EPS	1551,8	47,927	-46,147	65,952	0,0000	50,24%	200	Diterima
ROE	83,783	1,887	1,464	38,629	0,0000	37,16%	200	Diterima

estimasi persamaan (6) juga menunjukkan nilai probabilitas ketiga ukuran kinerja keuangan adalah $0,0000 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa kuatnya dukungan terhadap hipotesis 2e kecuali pada proksi laba per lembar saham. Dengan bukti empiris seperti ini, maka disimpulkan bahwa hipotesis 2e didukung jika menggunakan ukuran margin laba operasi dan *return on equity*.

Koefisien β_1 dan hasil estimasi persamaan (5) tampak pada Tabel 10. Dalam hipotesis 2f diprediksi bahwa nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Prediksi dalam hipotesis ini didukung apabila koefisien β_1 bernilai positif dan nilai probabilitas hasil estimasi persamaan (5) lebih kecil dari 5%. Hasil estimasi menunjukkan bahwa nilai probabilitas ketiga ukuran kinerja keuangan adalah $0,0000 < 0,05$ yang berarti kuatnya dukungan terhadap hipotesis ini. Selain itu, model persamaan juga cukup *fit* dengan nilai F dan R^2 yang cukup besar. Dengan bukti empiris seperti ini, maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis 2f didukung yang menyatakan bahwa nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

Prediksi hipotesis 3 yaitu modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan

perusahaan di masa depan. Hipotesis ini diterima jika koefisien $\hat{\alpha}_1$ memiliki nilai positif dan hasil estimasi persamaan (8) nilai probabilitasnya lebih kecil dari alpha (α) 5%. Pada Tabel 11, koefisien β_1 ditunjukkan bernilai positif kecuali ukuran laba per lembar saham yang menunjukkan koefisien β_1 negatif (-1,758). Nilai probabilitas ketiga ukuran kinerja keuangan dari hasil estimasi persamaan (8) adalah masing-masing margin laba operasi 0,0000; laba per lembar saham 0,0000; dan *return on equity* 0,0021. Ketiga nilai probabilitas ini kurang dari 5% yang berarti hipotesis 3 didukung kecuali ukuran proksi laba per lembar saham. Selain itu, nilai F dan R^2 cukup besar sehingga variasi variabel independen di dalam model persamaan mampu untuk menjelaskan variasi variabel dependen. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 didukung jika menggunakan ukuran margin laba operasi dan *return on equity* yang menyatakan bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

Koefisien β_1 dan hasil estimasi persamaan (9) tampak pada Tabel 12. Prediksi hipotesis 4 yaitu tingkat pertumbuhan modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Prediksi dalam hipotesis ini didukung jika koefisien β_1 memiliki nilai positif dan nilai probabilitas hasil estimasi

Tabel 9
Hasil Pengujian Hipotesis 2e

Estimasi Persamaan 6: $Y_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 VAHU_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \epsilon_6$

Y_{t+1}	β_1	β_2	β_3	F	Prob.	R^2	N	Temuan
OPM	0,079	0,054	-0,290	8,050	0,0000	10,97%	200	Diterima
EPS	-2,840	27,172	-47,756	7,794	0,0000	10,66%	200	Ditolak
ROE	0,240	0,703	2,079	4,753	0,0000	6,78%	200	Diterima

Tabel 10
Hasil Pengujian Hipotesis 2f

Estimasi Persamaan 7: $Y_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 STVA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEVE_t + \epsilon_7$

Y_{t+1}	β_1	β_2	β_3	F	Prob.	R^2	N	Temuan
OPM	2,407	0,046	-0,239	26,821	0,0000	29,10%	200	Diterima
EPS	63,609	26,164	-37,594	8,105	0,0000	11,04%	200	Diterima
ROE	11,405	0,643	2,563	9,097	0,0000	12,22%	200	Diterima

persamaan (9) lebih kecil dari 5%. Hasil pengujian menunjukkan koefisien β_1 bernilai positif kecuali pada ukuran margin laba operasi dan *return on equity* yang memiliki koefisien β_1 negatif, yaitu -0,019 dan -0,031. Selain itu, hasil estimasi persamaan (9) menunjukkan nilai probabilitas dari ketiga ukuran kinerja keuangan masing-masing sebesar margin laba operasi 0,0158; laba per lembar saham 0,0000; dan *return on equity* 0,0058. Nilai F dan R² model persamaan cukup besar sehingga variasi variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependen. Berdasarkan bukti empiris seperti ini, hipotesis 4 didukung jika menggunakan ukuran laba per lembar saham yang menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

PEMBAHASAN

Hipotesis 1 yang diajukan dalam penelitian ini adalah modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan. Hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan jika ukuran kinerja adalah margin laba operasi dan *return on equity*. Jika menggunakan ukuran kinerja laba per lembar

saham, maka modal intelektual berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan. Semakin tinggi investasi modal intelektual yang dilakukan perusahaan, maka semakin baik kinerja keuangan yang akan dihasilkan perusahaan. Pengujian terhadap hipotesis 1 didukung oleh temuan Mavridis (2004), Chen *et al.* (2005), Shiu (2006), Cohen dan Kaimenakis (2007), Kujansivu dan Lonqvist (2007), Tan *et al.* (2007), Ulum *et al.* (2008), Ting dan Lean (2009), Zeghal dan Maaloul (2010), sedangkan temuan Firer dan Williams (2003), Kamath (2008), Chan (2009), dan Sabolovic (2009) bertentangan dengan temuan hipotesis 1 dalam penelitian ini.

Nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan. Hasil pengujian hipotesis 2a menunjukkan bahwa nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan jika ukuran kinerja adalah margin laba operasi, laba per lembar saham, dan *return on equity*. Hasil pengujian hipotesis 2b yaitu nilai tambah modal manusia berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan apabila ukuran kinerja adalah margin laba operasi dan *return on equity*. Apabila menggunakan ukuran kinerja laba per lembar saham, maka nilai tambah modal manusia berpengaruh

Tabel 11
Hasil Pengujian Hipotesis 3

Estimasi Persamaan 8: $Y_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 VAIC_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 LEVE_t + \epsilon_8$

Y_{t+1}	α_1	α_2	α_3	F	Prob.	R ²	N	Temuan
OPM	0,082	0,054	-0,278	9,009	0,0000	12,12%	200	Diterima
EPS	-1,758	26,990	-45,960	7,638	0,0000	10,47%	200	Ditolak
ROE	0,293	0,696	2,196	5,057	0,0021	7,18%	200	Diterima

Tabel 12
Hasil Pengujian Hipotesis 4

Estimasi Persamaan 8: $Y_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 VAIC_t + \gamma_2 SIZE_t + \gamma_3 LEVE_t + \epsilon_8$

Y_{t+1}	γ_1	γ_2	γ_3	F	Prob.	R ²	N	Temuan
OPM	-0,019	0,065	-0,410	3,534	0,0158	5,13%	200	Ditolak
EPS	2,230	26,916	-45,095	7,653	0,0000	10,49%	200	Diterima
ROE	-0,031	0,739	1,684	4,293	0,0058	6,17%	200	Ditolak

negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan.

Dalam penelitian ini, hipotesis 2c yang diajukan yaitu nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan. Hasil pengujian terbukti bahwa nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan apabila ukuran kinerja adalah margin laba operasi, laba per lembar saham, dan *return on equity*. Hipotesis 2d yang diajukan dalam penelitian ini adalah nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Hasil pengujian hipotesis terbukti bahwa nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Nilai tambah modal manusia berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan jika ukuran kinerja adalah margin laba operasi dan *return on equity* yang berarti hipotesis 2e didukung. Jika menggunakan ukuran kinerja laba per lembar saham, maka nilai tambah modal manusia berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Hipotesis 2f yang diajukan dalam penelitian ini adalah nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Hasil pengujian hipotesis 2f menunjukkan bahwa nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan pada tahun berjalan jika ukuran kinerja adalah margin laba operasi, laba per lembar saham, dan *return on equity*.

Secara umum, hasil pengujian terhadap hipotesis 2 penelitian ini relatif sama dengan temuan Bontis *et al.* (2000), Firer dan Williams (2003), Wang dan Chang (2005), Seleim *et al.* (2007), Ulum *et al.* (2008), Ting dan Lean (2009). Persamaan yang dimaksud adalah tidak semua komponen modal intelektual memiliki pengaruh positif terhadap ukuran kinerja keuangan perusahaan. Bukti ini ditunjukkan bahwa nilai tambah modal manusia berpengaruh negatif dengan ukuran kinerja laba per lembar saham.

Selain berpengaruh terhadap kinerja keuangan tahun berjalan, modal intelektual juga memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan di masa depan. Hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan apabila ukuran kinerja adalah margin laba operasi dan *return on eq-*

uity. Temuan dalam penelitian ini didukung oleh temuan Riahi-Belkaoui (2003), dan Ulum *et al.* (2008). Selain itu, penelitian ini bertentangan dengan temuan Kuryanto dan Syafruddin (2008).

Hipotesis 4 yang diajukan dalam penelitian ini adalah tingkat pertumbuhan modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Investasi pada modal intelektual yang dilakukan oleh perusahaan setiap tahunnya pasti tidak sama. Logikanya, semakin tinggi tingkat pertumbuhan modal intelektual, maka semakin baik kinerja keuangan perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan apabila ukuran kinerja adalah laba per lembar saham. Hasil pengujian terhadap hipotesis 4 sejalan dengan hasil penelitian Kuryanto dan Syafruddin (2008), dan Ulum *et al.* (2009). Dalam temuan penelitian Kuryanto dan Syafruddin (2008, dan Ulum *et al.* ditunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan modal intelektual tidak berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Selain itu, Temuan penelitian ini bertentangan dengan temuan Riahi-Belkaoui (2003), Tan *et al.* (2007), Ting dan Lean (2009) yang menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

Berdasarkan penjabaran hasil pengujian hipotesis di atas, maka rasionalisasi yang dapat diberikan untuk menjelaskan temuan ini adalah: pertama, perusahaan sektor keuangan di Indonesia mulai menyadari pentingnya modal intelektual untuk menciptakan nilai bagi perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan memanfaatkan sumber daya fisik, keahlian karyawan, prosedur, efisiensi dan sistem data perusahaan yang mempermudah dalam mengakses informasi yang relevan serta dengan adanya dukungan dalam pengembangan ide dan produk baru, maka perusahaan sektor keuangan mampu untuk menilai, memprediksi, dan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, khususnya dalam hal pandangannya terhadap masa depan, laba, dan pertumbuhan penjualan. Dalam teori pihak berkepentingan, hal ini menunjukkan bahwa para pihak berkepentingan meliputi pemegang saham, karyawan, pelanggan, pemasok, kreditor, pemerintah, dan masyarakat (Riahi-Belkaoui, 2003) mempersepsikan kinerja perusahaan

tidak hanya pada aktiva berwujud, tetapi juga pada aktiva tidak berwujud meskipun pelaporannya belum transparan di dalam laporan keuangan. Kedua, perusahaan sektor keuangan di Indonesia memang mulai menyadari pentingnya modal intelektual, tetapi mereka belum secara maksimal mengelola dan mengembangkan kekayaan intelektualnya untuk memperoleh keunggulan kompetitif. Hal ini dibuktikan secara statistik bahwa tingkat pertumbuhan modal intelektual perusahaan belum mampu memprediksi kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan sebagaimana telah disajikan pada bagian sebelumnya, maka peneliti menyimpulkan bahwa 1) hasil pengujian dengan analisis regresi diketahui secara statistik terbukti bahwa modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan pada tahun berjalan dan kinerja keuangan di masa depan jika ukuran kinerja yang digunakan adalah margin laba operasi dan *return on equity*; 2) nilai tambah modal fisik berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan pada tahun berjalan dan kinerja keuangan di masa depan apabila ukuran kinerja adalah margin laba operasi, laba per lembar saham, dan *return on equity*; 3) secara statistik, nilai tambah modal manusia berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan pada tahun berjalan dan kinerja keuangan di masa depan jika ukuran kinerja adalah margin laba operasi dan *return on equity*. Nilai tambah modal manusia berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan pada tahun berjalan dan kinerja keuangan di masa depan jika ukuran kinerja adalah laba per lembar saham; 4) nilai tambah modal struktural berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan pada tahun berjalan dan kinerja keuangan di masa depan jika ukuran kinerja adalah margin laba operasi, laba per lembar saham, dan *return on equity*; dan 5) tingkat pertumbuhan modal intelektual berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan di masa depan jika ukuran kinerja adalah laba per lembar saham. Jika menggunakan ukuran kinerja margin laba operasi dan *return on equity*, maka nilai tambah modal manusia berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan di masa depan.

Saran

Implikasi hasil penelitian ini memberikan implikasi penting dalam dunia bisnis, yaitu untuk penciptaan ekonomi baru yang berbasis sumber daya pengetahuan. Dengan menggunakan sumber daya berbasis pengetahuan, maka perusahaan dapat mengetahui bagaimana cara menggunakan dan mengelola sumber daya secara efisien dan ekonomis sebagai faktor utama dalam mempertahankan keunggulan kompetitif yang berkelanjutan. Hasil penelitian juga berimplikasi bagi para manajer, Ikatan Akuntan Indonesia, akademisi, investor, dan akuntan untuk menggali lebih dalam mengenai modal intelektual, sehingga teori, pengukuran dan pengungkapan modal intelektual diperoleh lebih akurat.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah penelitian ini tidak menggunakan data laporan keuangan perusahaan sektor keuangan tahun 2010 karena terkait dengan waktu dan ketidakterediaan data laporan keuangan tahunan perusahaan sektor keuangan tahun 2010. Oleh karena itu, penelitian ini hanya dapat menggunakan data 2005 sampai dengan 2009. Hal yang dapat dikembangkan dan diperbaiki dalam penelitian ini adalah penggunaan data penelitian. Apabila laporan keuangan tahunan perusahaan sektor keuangan tahun 2010 sudah tersedia, penelitian selanjutnya sebaiknya mengikutkan data tahun 2010 sebagai data penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Astuti, P.D. dan Sabeni, A. (2005). "Hubungan Intellectual Capital dan Business Performance". *Proceeding SNA VII*, Solo: 694-707.
- Bontis, N.; Keow, W.C.C.; dan Richardson, S. (2000). "Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries". *Journal of Intellectual Capital*. Vol 1, No. 1: 85-100.
- Chan, K.H. (2009). "Impact of Intellectual Capital on Organizational Performance: an Empirical Study of Companies in The Hang Seng Index". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 16, No. 1: 4-21.

- Chen, M.C.; Cheng, S.J.; dan Hwang, Y. (2005). "An Empirical Investigation of The Relationship Between Intellectual Capital and Firm's Market Value and Financial Performance". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 6, No. 2: 159-176.
- Cohen, S. dan Kaimenakis, N. (2007). "Intellectual Capital and Corporate Performance in Knowledge Intensive SMEs". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 14, No. 3: 241-262.
- El-Bannany, M. (2008). "A Study of Determinants of Intellectual Capital Performance in Banks: The UK Case". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 9, No. 3: 487-498.
- Firer, S. dan Williams, S.M. (2003). "Intellectual Capital dan Traditional Measures of Corporate Performance". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 4, No. 3: 348-360.
- Ghosh, S. dan Mondal, A. (2009). "Indian Software and Pharmaceutical Sector Intellectual Capital and Financial Performance". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 10, No. 3: 369-388.
- Kamath, G.B. (2007). "The Intellectual Capital Performance of Indian Banking Sector". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 8, No. 1: 96-123.
- _____. (2008). "Intellectual Capital and Corporate Performance in Indian pharmaceutical Industry". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 9, No. 4: 684-704.
- Kujansivu, P. dan Lonnqvist, A. (2007). "Investigating the Value and Efficiency of Intellectual Capital". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 8, No. 2: 272-287.
- Kuryanto, B. dan Syafruddin, M. (2008). "Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Kinerja Perusahaan". Proceeding SNA XI. Pontianak.
- Mavridis, D.G. (2004). "The Intellectual Capital Performance of The Japanese Banking Sector". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 5, No. 3: 92-115.
- Petty, P. Dan Guthrie, J. (2000). "Intellectual Capital Literature Review: Measurement, Reporting and Management". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 1, No. 2: 155-176.
- Pulic, A. (1998). "Measuring The Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy". Paper presented at the 2nd McMaster Word Congress on Measuring and Managing Intellectual Capital by the Austrian Team for Intellectual Potential.
- Riahi-Belkaoui, A. (2003). "Intellectual Capital and Firm Performance of US Multinational Firms: A Study of the Resource Based and Stakeholder Views". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 4, No. 2: 215-226.
- Sabolovic, M. (2009). "Business Performance Analysis Via VAIC™." *European Research Studies*. Vol. XII, Issue. 3.
- Sawarjuwono, T. dan Agustine, P. K. (2003). "Intellectual Capital: Perlakuan, Pengukuran dan Pelaporan (Sebuah Library Research)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol 5, No. 1: 31-51.
- Seleim, A.; Ashour, A.; dan Bontis, N. (2007). "Human Capital and Organizational Performance: A Study of Egyptian Software Companies". *Journal of Intellectual Capital*. Vol 45, No. 4: 789-801.
- Shih, K.H.; Chang, C.J.; dan Lin, B. (2010). "Assessing Knowledge Creation and Intellectual Capital in Banking Industry". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 11, No. 1: 74-89.
- Shiu, H.J. (2006). "The Application of The Value Added Intellectual Coefficient to Measure Corporate Performance". *International Journal of Management*. Vol. 23, No. 2: 356-365.
- Tan, H.P.; Plowman, D.; dan Hancock, P. (2007). "Intellectual Capital and Financial Returns of Companies". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 8, No. 1: 76-95.

Ting, I.W.K. dan Lean, H.H. (2009). "Intellectual Capital Performance of Financial Institutions in Malaysia". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 10, No. 4: 588-599.

Ulum, I.; G, Imam; dan C, Anis. 2008. "Intellectual Capital dan Kinerja Keuangan Perusahaan; Suatu Analisis Dengan Pendekatan Partial Least Squares". Proceeding SNA XI. Pontianak.

Wang, W.Y. dan Chang, C. (2005). "Intellectual Capital and Performance in Causal Models: Evidence From The Information Technology Industry in Taiwan". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 6, No. 2, 222-236.

Zeghal, D. dan Maaloul, A. (2010). "Analysing Value Added as An Indicator of Intellectual Capital and Its Consequences on Company Performance". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 11, No. 1: 39-60.

LABA PERMANEN DAN PERILAKU DIVIDEN: PENGUJIAN KEMBALI MODEL GARETT DAN PRIESTLEY DI BURSA EFEK INDONESIA

Perminas Pangeran

Fakultas Bisnis, Universitas Kristen Duta Wacana
Jalan Dr. Wahidin Sudiro Husodo Nomor 5-25, Yogyakarta, 55224
Email: perminas_pangeran@yahoo.com

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the effect of permanent earnings on current dividend behavior. Following Garret and Priestley's model, Error Correction Model and Kalman Filter employed to analysing dividend behavior of the aggregate stock market. The analyses show that dividends convey information about positive shock to current permanent earnings. Moreover, the analysis also find evidence that information about expected changes in permanent earnings is already captured in lagged stock price change. Meanwhile, the analysis find no evidence to support the notion that dividends signal future permanent earning. Finally, the speed of adjustment of dividends to target dividend is higher than previously study.

Keywords: permanent earnings, dividend behavior, kalman filter

PENDAHULUAN

Proporsi pembayar dividen di Bursa Efek Indonesia terus mengalami penurunan selama periode 1990-2002. Data Pasar Modal Indonesia menunjukkan tahun 1991 proporsi pembayar dividen sebesar 78% dan puncaknya tahun 1995 sebesar 89%. Setelah periode itu, pada periode 1996-2002 proporsi pembayar dividen terus mengalami penurunan, berturut-turut 86%, 80%, 29%, 20%, 40%, 29%, dan 32%. Kecenderungan ini sejalan

dengan hasil penelitian di pasar modal negara maju bahwa adanya indikasi penurunan proporsi pembayar dividen (Fama dan French, 2001; DeAngelo *et al.*, 2004). Namun demikian para peneliti menunjukkan bahwa walaupun jumlah pembayar dividen terus menurun selama periode itu, namun pembayaran dividen agregat selama periode itu juga terus meningkat. Persoalannya adalah mengapa beberapa perusahaan tetap membayar dividen sementara yang lainnya tidak? Penelitian yang ada telah mengajukan berbagai teori penjelasan tentang perilaku dividen ini, seperti teori asimetrik informasi (Bhattacharya, 1979; Miler dan Rock, 1985; dan John dan William, 1984), teori keagenan (Easterbrook, 1984). Hasil penelitian empiris dan penjelasan teoritis yang saling bertentangan mengindikasikan bahwa perilaku dividen ini masih tetap merupakan teka teki (*dividend puzzle*) dan perlu investigasi lebih lanjut.

Sementara itu berbagai model teoritis dan empiris, seperti model Lintner (1959) dan Model Marsh dan Merton (1987) telah diajukan untuk menjelaskan fenomena peningkatan pembayaran dividen secara agregat. Walaupun demikian penjelasan tentang perilaku dividen ini masih belum sampai pada suatu simpulan yang jelas tentang mengapa perusahaan tetap membayar dividen. Hal ini disebabkan karena persoalan kedua model baik Lintner (1959) maupun Model Marsh dan Merton (1987) masih memiliki kelemahan pada model empiris dan pengukurannya.

Berbeda dengan model Lintner (1959) dan model Marsh dan Merton (1987) yang mendasarkan pada *partial adjustment model*, dalam model Garrett dan

Priestley (GP) mendasarkan pada *error correction model*. Model GP ini diklaim dapat mengatasi kelemahan model Lintner yang mengabaikan peran biaya penyesuaian ke arah dividen target. Dalam model GP, gerakan penyesuaian ke arah dividen target akan menurunkan biaya asimetrik informasi dan keagenan. Di samping itu, model GP menambah laba permanen sekarang yang diabaikan pada model Marsh dan Merton yang hanya memasukkan laba permanen yang diukur dengan harga saham berkelembanan (*lagged stock price*). Dasar pemikiran memasukkan baik laba permanen dan harga saham berkelembanan adalah bahwa kejutan atau goncangan atas laba permanen sekarang, yang sudah diketahui para manajer tetapi belum oleh pasar, tidak dapat disampaikan kepada pasar dalam model Marsh dan Merton.

Pengujian terhadap model keperilakuan dividen agregat ini penting untuk beberapa alasan, yaitu 1) setiap analisis tentang dampak keputusan dividen para manajer tergantung pada asumsi model perilaku dividen. Beberapa model perilaku dividen yang berbeda telah digunakan untuk menyimpulkan asimetrik informasi dan konflik keagenan (Dewenter dan Warther, 1998) dan menentukan apakah dividen memainkan peran sinyal informasi laba (Kao dan Wu, 1994); 2) volatilitas tinggi atas harga saham tergantung pada model asumsi perilaku dividen agregat. Di samping itu, model perilaku dividen agregat juga bermanfaat untuk mendeteksi karakteristik pembayaran dividen yang mungkin tidak terungkap pada level perusahaan individual. Lebih lanjut, dalam hal ini Marsh dan Merton (1987) berargumen bahwa perusahaan tidak mungkin membuat keputusan dividen yang independen dari keputusan perusahaan lainnya dalam industri yang sama.

Sama seperti model GP, penelitian ini memperkenalkan kembali model keperilakuan kebijakan dividen. Model ini memperhitungkan perubahan dividen dalam merespon goncangan (*shock*) sekarang terhadap laba permanen dan perubahan harga masa lalu yang memproksi laba permanen sekarang dan yang akan datang. Selain itu, penelitian ini juga memperkenalkan pengukuran laba permanen yang dapat diekstrak dari laba observasi. Model ini mengestimasi runtun laba permanen yang tak terobservasi sebagai suatu ekstraksi sinyal, berdasarkan pendekatan Kalman filter.

Model keperilakuan dividen yang diusulkan Garrett dan Priestley (2000), menjelaskan bahwa para manajer menyesuaikan ke arah tingkat dividen target. Penyesuaian ke arah dividen target dan penyimpangan dari dividen target akan menimbulkan biaya. Model Garrett dan Priestley menghubungkan biaya penyimpangan dividen dari target dividen dengan mengkombinasikan biaya keagenan (Rozeff, 1982) dan asimetrik informasi (Bhattacharya, 1979). Oleh karenanya para manajer berusaha menetapkan tingkat dividen optimal yang meminimumkan biaya ini. Dalam model Garrett dan Priestley gerakan ke arah dividen target akan menurunkan biaya keagenan dan asimetrik informasi.

Penelitian ini bertujuan secara spesifik menguji apakah perubahan dividen memberi sinyal di masa sekarang dan atau masa akan datang yang tercermin pada perubahan laba permanen sekarang dan laba permanen yang akan datang serta goncangan tak terduga sekarang pada laba permanen baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hasil pengujian model ini diharapkan mampu memberi penjelasan tentang motivasi perusahaan membayar dividen di Indonesia.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Rozeff (1982) mengajukan model teori keagenan untuk menjelaskan perilaku dividen. Model ini menjelaskan bahwa peningkatan dividen akan menurunkan biaya keagenan ekuitas, tetapi menaikkan biaya pendanaan eksternal. Artinya, dividen tinggi mengurangi biaya keagenan sehingga meningkatkan kinerja dan kekayaan pemegang saham, namun mengurangi kemampuan perusahaan memanfaatkan peluang investasi. Oleh karena itu, perusahaan mencari dana eksternal untuk mendanai investasi yang ada dan yang akan datang. Teori keagenan menjelaskan bahwa perusahaan menetapkan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah ketika mereka mengalami pertumbuhan pendapatan yang lebih tinggi. Hal ini barangkali terjadi karena pertumbuhan ini memerlukan pengeluaran investasi yang lebih tinggi. Penjelasan ini mendukung pandangan bahwa kebijakan investasi mempengaruhi kebijakan dividen. Alasannya adalah biaya eksternal mahal. Namun demikian, perusahaan menetapkan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah pada saat

perusahaan memiliki koefisien beta yang lebih tinggi. Hal ini dimungkinkan karena beta yang lebih tinggi adalah refleksi adanya *operating leverage* dan *financial leverage* yang lebih tinggi. Bukti ini mendukung pandangan bahwa pembayaran dividen adalah beban kuasi tetap sebagai pengganti beban tetap lainnya. Hal ini terjadi karena perusahaan dengan pembayaran beban tetap yang tinggi menurunkan dividen untuk menghindari biaya pendanaan eksternal.

Sementara itu, perusahaan menetapkan pembayaran dividen yang lebih tinggi pada saat insider memegang porsi ekuitas yang lebih kecil dan/atau pemegang saham eksternal yang lebih besar. Penjelasan ini mendukung pandangan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari paket pengikatan atau monitoring yang optimum dan berfungsi untuk biaya keagenan. Perusahaan dengan investasi yang lebih besar memiliki pembayaran dividen yang lebih rendah.

Teori atau model keagenan mendasarkan pada asumsi bahwa pembayaran dividen kas disertai dengan perolehan dana eksternal untuk mendanai investasi yang ada dan yang akan datang. Hal ini berarti perusahaan mendanai dividen dengan dana baru adalah mahal. Secara ringkas, biaya keagenan dan transaksi berkaitan dengan ekuitas eksternal. Berkaitan dengan biaya keagenan, pemegang saham yang rasional menginginkan manajemen untuk meminimumkan biaya keagenan berkaitan dengan pendanaan sekuritas eksternal. Sementara itu, biaya transaksi mendasarkan pada anggapan bahwa pemegang saham yang rasional menginginkan manajemen untuk meminimumkan biaya transaksi berkaitan dengan pendanaan sekuritas eksternal. Jika biaya keagenan turun karena pembayaran dividen meningkat, dan jika biaya transaksi pendanaan meningkat ketika pembayaran dividen naik, maka minimisasi jumlah kedua biaya ini menghasilkan titik optimum bagi perusahaan. Jika perusahaan memiliki pertumbuhan berprospek tinggi dan hal ini memerlukan dana, "biaya transaksi" akan meningkat sejalan dengan meningkatnya rasio pembayaran dividen. Di sisi lain, jika perusahaan dimiliki sebagian besar oleh pemegang saham eksternal maka "biaya keagenan" meningkat ketika pembayaran dividen menurun.

Lebih lanjut, Dewenter dan Warter (1998) menyatakan bahwa berbagai model dividen telah mengeksplorasi pengaruh konflik keagenan terhadap

perilaku dividen. Teori keagenan memfokus pada insentif yang berbeda bagi para manajer dan pemegang saham dan peran dividen sebagai mekanisme pendisiplinan. Dengan mengurangi *free cash flow*, dividen memaksa para manajer untuk menyerahkan pada disiplin pasar keuangan. Teori ini memprediksi bahwa perubahan dividen seharusnya berhubungan positif dengan *return* saham perusahaan karena level dividen yang lebih tinggi mengurangi kecenderungan para manajer untuk memboroskan kelebihan kas (*free cash*). Selain itu, Easterbrook (1984) juga mengusulkan bahwa pertimbangan biaya keagenan dapat menjelaskan tentang perataan dividen (*dividend smoothing*). Dalam hal ini fungsi pertama dividen adalah untuk mempertahankan perusahaan dalam pasar modal. Dengan demikian, diharapkan adanya korelasi kuat antar laba jangka pendek dan dividen.

Alternatif lain teori penjelasan mengapa perusahaan membayar dividen adalah teori asimetrik informasi. Model pembayaran dividen dikembangkan sebagai respon yang memaksimalkan *value* terhadap asimetrik informasi antara manajer dan pemegang saham. Model ini didasarkan pada pemikiran, bahwa para manajer perusahaan dengan prospek keuangan yang sangat baik tidak dapat menyampaikan informasi dengan tanpa biaya dan dapat dipercaya kepada pemegang saham, karena tindakan tanpa biaya juga dapat ditiru oleh perusahaan yang lemah. Ketika para investor mengerti insentif dari perusahaan lemah untuk meniru perusahaan yang lebih kuat, investor tidak akan percaya terhadap setiap pengumuman publik, semua perusahaan dalam pandangan investor dikelompokkan dalam satu kelas kualitas rata-rata, (Megginson, 1997:379).

Untuk mengatasi kegagalan pasar ini, perusahaan yang kuat memiliki insentif untuk menggunakan sinyal yang mahal, tetapi dapat menghasilkan. Kemahalan ini menghalangi perusahaan lemah untuk meniru perusahaan yang kuat. Pembagian kas adalah mahal bagi perusahaan yang membayar dividen, karena kedua perusahaan (kuat dan lemah) harus menghasilkan kas yang cukup untuk mendukung *dividend payout* yang tinggi secara permanen, dan karena pembayaran kas keluar dapat mencegah pendanaan pada kesempatan investasi NPV positif. Dividen berguna sebagai sinyal yang mahal dari nilai perusahaan dalam pasar yang dicirikan dengan asimetrik

informasi antara manajer dan pemegang saham, namun dividen ini tetap ada karena merupakan cara paling mahal untuk menyampaikan perbedaan kualitas yang terpercaya antara perusahaan dan investor (Megginson, 1997:379).

Dalam dunia yang dicirikan dengan adanya asimetrik informasi, *cash dividend* berguna sebagai pemancar informasi yang dapat dipercaya dari *insider* korporat (*officer* dan direktur) kepada pemegang saham perusahaan. Ketika perusahaan mulai membayar dividen, tindakan ini menyampaikan keyakinan manajemen, bahwa perusahaan sekarang adalah cukup *profitable* untuk mendanai proyek investasinya dan membayar dengan kas. Di samping itu, pembayaran dividen juga menyiratkan bahwa manajemen adalah yakin bahwa laba akan cukup tinggi di masa yang akan datang untuk mendukung tingkat pembayaran yang baru diadopsi. Peningkatan dividen menunjukkan suatu peningkatan yang permanen dalam tingkat profitabilitas yang normal (Megginson, 1997:373). Ada banyak dukungan empiris bagi peran informasi dari pembayaran dividen (Lintner, 1956; Fama and Blitch, 1968; Aharony and Swary, 1980). Megginson (1997: 374) menyimpulkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen dalam cara yang sistematis dan dapat diprediksi yang konsisten dengan hipotesis bahwa dividen menyampaikan informasi yang relevan dalam pasar yang dicirikan dengan asimetrik informasi.

Gagasan bahwa perubahan dalam dividen memiliki kandungan informasi adalah suatu yang sudah lama berlangsung. Model asimetrik informasi menurut Dewenter dan Warter (1998) menunjukkan bahwa manajer mengetahui lebih dari pada para investor tentang prospek perusahaan dan mengungkapkan informasi bagi pasar. Hal ini menyiratkan bahwa pengumuman perubahan dividen seharusnya berhubungan positif terhadap *return* saham dari tingkat dividen yang lebih tinggi memberi sinyal laba yang sekarang atau yang akan datang lebih tinggi. Sejumlah studi melaporkan bahwa *excess return* yang signifikan sekitar pengumuman perubahan dividen, dividen positif (negatif) berkaitan dengan perubahan dividen yang positif (negatif).

Asimetrik informasi juga membantu menjelaskan keengganan manajer untuk mengubah dividen. Lintner (1956) menyatakan bahwa para manajer sangat enggan untuk menurunkan dividen karena takut mengirim sinyal

negatif dan enggan meningkatkan dividen karena takut menurunkan dividen di masa yang akan datang. Penelitian Lintner (1956) tentang kebijakan dividen menekankan bahwa perusahaan hanya meningkatkan dividen apabila manajemen percaya bahwa laba meningkat secara permanen yang berarti peningkatan dividen menyiratkan suatu pergeseran dalam distribusi laba dalam persepsi manajemen. Perubahan dalam dividen menjelaskan bahwa laba adalah tidak mungkin turun. Miller dan Modigliani menyatakan secara eksplisit bahwa dividen dapat menyampaikan informasi tentang arus kas di masa yang akan datang apabila pasar tidak sempurna (Benartzi dkk., 1997).

Perusahaan yang meningkatkan *dividend payout* adalah sinyal bahwa perusahaan memiliki arus kas harapan yang akan datang adalah cukup besar untuk memenuhi pembayaran utang dan dividen tanpa meningkatkan probabilitas kebangkrutan. Nilai perusahaan meningkat karena dividen adalah sebagai sinyal bahwa perusahaan diharapkan memiliki arus kas yang akan datang lebih tinggi secara permanen (Copeland dan Weston, 1992:564).

Efek pengumuman pada kesejahteraan pemegang saham tergantung pada "*earning surprise*". Dengan demikian dapat berharap bahwa perubahan yang tidak terduga dalam *earnings* akan berkorelasi dengan perubahan harga saham. Miller dan Rock menunjukkan bahwa pengumuman laba, dividen, dan pendanaan adalah berkaitan erat. Dengan demikian, *earning surprise* dan *dividend surprise* dapat menyampaikan informasi yang sama. Peningkatan yang tak terduga pada dividen akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Penerbitan tak terduga dari ekuitas dan utang baru akan diinterpretasikan sebagai berita buruk tentang prospek perusahaan.

Garett dan Priestly (2000) mengombinasikan teori keagenan dan asimetrik informasi dalam model keperilakuan dividen. Model keperilakuan dividen yang diusulkan Garrett dan Priestley menjelaskan bahwa para manajer menyesuaikan ke arah tingkat dividen target. Penyesuaian ke arah dividen target dan penyimpangan dari dividen target akan menimbulkan biaya. Modelnya menghubungkan biaya penyimpangan dividen dari target dividen dengan mengombinasikan biaya keagenan (Rozeff, 1982) dan asimetrik informasi (Bhattacharya, 1979). Oleh karenanya para manajer berusaha menetapkan tingkat dividen optimal yang

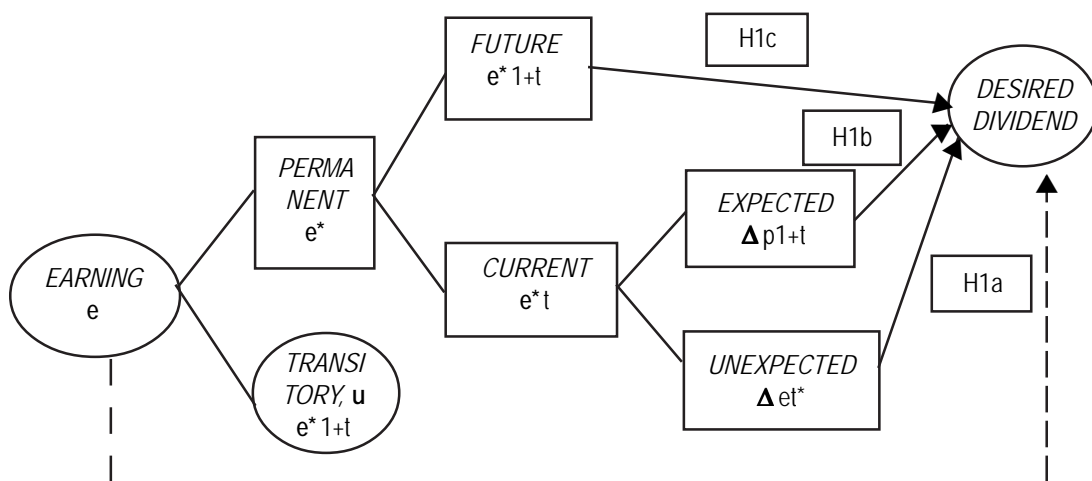
meminimumkan biaya ini. Dalam model Garrett dan Priestley gerakan ke arah dividen target akan menurun biaya keagenan dan asimetrik informasi.

Model teoritis dalam Gambar 1 memandang perubahan dividen sebagai respon para manajer yang optimal untuk meminimumkan biaya penyesuaian terhadap *desired payout ratio*. Dividen memberi sinyal atau informasi tentang laba permanen. Laba permanen ini dibagi dalam dua level, yaitu 1) laba permanen sekarang tak terduga (Δe_t^*) yang memberikan informasi tentang goncangan tak terduga pada laba permanen sekarang; dan 2) laba permanen dengan proksi perubahan harga masa lalu ($\Delta p_{1,t}$) yang dapat memberi informasi tentang perubahan laba permanen harapan sekarang dan yang akan datang.

Brickley (1983), Healy dan Palepu (1988), dan Aharony dan Dotan (1994) memberi bukti bahwa peningkatan dividen mengarah kepada peningkatan laba yang akan datang. Berikutnya, Fama dan French (1998a; 1998b) menyatakan bahwa variabel-variabel yang memproksi laba yang diharapkan di masa akan datang adalah relevan untuk menjelaskan pembayaran dividen (*dividend payouts*) sekarang. Kao dan Wu (1994) menemukan bukti marginal tentang dividen sebagai pemberi sinyal (*signaling*) dengan menggunakan model Marsh dan Merton. Hasilnya

menunjukkan bahwa perubahan dividen memberi sinyal signifikan pada laba perusahaan di masa yang akan datang dan hal ini mencerminkan praktik *dividen smoothing*. Hasil penelitian Kao dan Wu membuktikan ada hubungan yang positif antara perubahan yang tak terduga pada dividen dan laba permanen dan hubungan ini nampaknya berkorelasi dengan atribut perusahaan tertentu. Bernheim dan Wanz (1995) juga menemukan bukti dukungan atas penjelasan dividen sebagai sinyal daripada penjelasan keagenan.

Hasil penelitian Garret dan Priestley (2000) menunjukkan bahwa kebijakan dividen memberi informasi tentang goncangan positif pada laba permanen sekarang dan juga menunjukkan bahwa perubahan laba permanen harapan, dipengaruhi oleh perubahan harga berkelambanan, tetapi perubahan dividen tidak memberi sinyal tentang laba permanen yang akan datang. Selain itu, penelitiannya menunjukkan tingginya *speed of adjustment of dividend* terhadap dividen target. Selanjutnya, penelitian Benartzi dkk. (1997) menyatakan bahwa perubahan dividen memberi informasi tentang tingkat laba sekarang dan laba masa lalu. Pernyataan ini menunjukkan bahwa dividen akan merespon baik harga di masa lalu, sesuai dengan model Marsh dan Merton (1987) dan berfungsi sebagai peramalan atas laba



Gambar 1
Model Teoritis Laba Permanen dan Perilaku Dividen

permanen sekarang dan yang akan datang, maupun laba permanen sekarang yang tak terduga.

Berdasarkan harapan teoritis dan hasil empiris sebelumnya dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang berpengaruh pada perubahan dividen sekarang.

H1b: Perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan berpengaruh pada perubahan dividen sekarang.

H1c: Perubahan laba permanen yang akan datang berpengaruh pada perubahan dividen sekarang.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber, yaitu 1) *Indonesian Capital Market Directory*; 2) *Indonesian Securities Market Database*; 3) *Jakarta Stock Exchange statistic Monthly*; dan 4) *Jakarta Stock Exchange Statistic Fact Book*. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*. Kriteria sampel penelitian yang digunakan untuk memilih sampel adalah dengan mendasarkan pada prosedur sebagai berikut, yaitu 1) perusahaan manufaktur dan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 1991 sampai dengan 2002; 2) perusahaan yang melakukan pembayaran *cash dividend* selama periode 1991 sampai dengan 2002; dan 3) emiten memiliki data yang lengkap selama periode 1991 sampai dengan 2002.

Model empiris keperilakuan dividen mendasarkan pada *Error Correction Model* (ECM). Menurut Garret dan Priestley (2000) dividen target merupakan suatu fungsi dari laba permanen dan harga masa lalu sehingga $d_t^* = \lambda(p_{1-t}, e_t^*)$, di mana e_t^* merupakan log dari laba permanen. Dengan mengasumsikan bahwa log dividen target adalah fungsi linear dari log atas harga dan log atas laba permanen maka model empiris dapat ditulis sebagai berikut (Garret dan Priestley, 2000):

$$\Delta d_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta p_{1-t} + \gamma_2 \Delta e_t^* + \gamma_3 (d_{t-1} - \pi_1 p_{t-2} - \pi_2 e_{t-1}^*) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\Delta d_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta p_{1-t} + \gamma_2 \Delta e_t^* + \gamma_3 ECM_t + \varepsilon \quad (2)$$

Keterangan:

Δp_{1-t} , perubahan harga saham menunjukkan suatu

peramalan perubahan laba permanen harapan, Δe_t^* menunjukkan guncangan (*shock*) sekarang terhadap laba permanen, $(d_{t-1} - \pi_1 p_{t-2} - \pi_2 e_{t-1}^*)$, menunjukkan penyimpangan jangka pendek dari rasio pembayaran dividen target (*target dividend payout ratio*) jangka panjang, dan ε_t adalah *white noise error term*. Tidak seperti model sebelumnya, model Garret dan Priestley ini memandang perubahan dividen sebagai respon yang optimal dari manajer untuk meminimalkan biaya penyesuaian terhadap *desired payout ratio* yang memungkinkan informasi tentang laba permanen dibagi dalam dua level: Δe_t^* memberikan informasi tentang guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang; Δp_{1-t} dapat memberi informasi tentang perubahan laba permanen harapan sekarang dan yang akan datang.

Garret dan Priestley (2000) berpendapat bahwa para manajer mungkin mengubah dividen dalam merespon laba permanen sekarang. Persoalannya adalah model sebelumnya tidak memiliki ukuran guncangan seperti pada laba permanen. Untuk mengatasi persoalan ini, Garret dan Priestley mengusulkan suatu teknik pengukuran laba permanen yang diekstraks dengan menggunakan pendekatan Kalman Filter. Secara teoritis laba perusahaan terdiri dari dua komponen, yaitu permanen (e_t^*) dan *transitory* (u_t).

$$e_t = e_t^* + u_t \quad (3)$$

dimana e_t (log laba aktual) adalah penjumlahan dari log laba permanen dan log laba transitori. Untuk melengkapi model, perlu menentukan persamaan yang menentukan evolusi dari laba permanen yang tidak dapat diobservasi. Spesifikasi umum persamaan menjadi sebagai berikut:

$$e_t^* = e_{t-1}^* + b_{t-1} + v_t \quad (4)$$

$$b_t = b_{t-1} + h_t \quad (5)$$

Persamaan ini menyatakan bahwa laba permanen berkembang sebagai *random walk* dengan *trend* yang berubah. Untuk mengekstrak suatu pengukuran laba permanen, persamaan 3, 4, dan 5 akan diperlakukan sebagai definisi model komponen yang tak terobservasi. Komponen ini diestimasi melalui

pendekatan model *Kalman filter*.

Harga pasar (P_t) dalam tulisan ini menggunakan data IHSG sebagai proksi laba permanen (e_t^*). Secara matematik perhitungan *return* pasar saham relatif $R_t = P_t/P_{t-1}$. *Return* pasar saham relatif digunakan sebagai laba orservasi. Alasannya harga (P_t) sebagai proksi laba permanen sesuai dengan penelitian Marsh dan Merton (1987) yang membuktikan bahwa harga saham merupakan proksi terbaik untuk laba permanen dibandingkan laba akuntansi. Selanjutnya, Kao dan Wu (1994) menjelaskan bahwa secara konseptual laba permanen (e_t^*) adalah apa yang para manajer ketahui tentang prospek yang akan datang dan mencoba menyampaikan sinyal dengan pembagian dividen, d_t . Harga mencerminkan apa yang pasar pelajari melalui dividen dan sumber informasi lainnya tentang laba permanen, e_t^* . Laba permanen tidak dapat diobservasi, oleh karenanya harga pasar, P_t , berguna sebagai proksi yang tepat bagi informasi pribadi para manajer tentang prospek perusahaan (e_t^*). Dalam penelitian selanjutnya laba permanen diberi simbol EPMT.

Dalam penelitian harga diberi simbol P. Indeks harga (P_t) adalah diukur dengan indeks harga saham gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan indeks harga saham gabungan. Harga pasar P_t , berguna sebagai proksi yang tepat bagi informasi pribadi para manajer tentang prospek perusahaan. Dalam penelitian ini, *Disired Dividen* dan Dividen Aktual atau d_t diberi simbol DIV. *Desired Dividen* adalah tingkat dividen yang tidak dapat diobservasi yang para manajer miliki dan untuk memancarkan informasi dalam, jika tidak ada kendala lain. Dividen aktual adalah adalah tingkat dividen observasi yang sesungguhnya perusahaan bayar. Dividen (d_t) agregat didefinisikan sebagai penjumlahan pembayaran dividen kas pada periode bulan tertentu (Marsh dan Merton, 1987) untuk semua perusahaan manufaktur dan jasa yang terdaftar Bursa Efek Jakarta, selama periode 1990 sampai dengan 2002. Secara matematis:

Dividen Per Share agregat (DIV) adalah
$$\sum_{i=1}^N (d_{i,t}/P_{i,t}),$$

dimana, i = perusahaan ke- i sampai dengan perusahaan ke- n pada suatu periode bulan tertentu.

HASIL PENELITIAN

Isu penting tentang hubungan target dividen adalah harus stasioner, jika para manajer memiliki kebijakan penyesuaian ke arah target. Hal ini berarti hubungan target harus merupakan *cointegrating vector* (Garrett dan Priestley, 2000). Berdasarkan itu langkah pertama dalam analisis perilaku dividen seharusnya menguji apakah ada kointegrasi di antara variabel-variabel yang diuji, yaitu Dividen (DIV), Harga (P), dan laba permanen (EPMT).

Analisis data dimulai dengan uji akar dan uji derajat integrasi. Uji akar-akar unit dapat dipandang sebagai uji stasionaritas data. Pengujian akar-akar unit dalam analisis runtun waktu perlu dilakukan untuk memenuhi validitas analisis ECM. Uji tersebut dimaksudkan untuk mengamati apakah koefisien tertentu dari model autoregresif yang ditaksir memiliki nilai satu atau tidak. Uji akar-akar unit yang digunakan dalam penelitian ini, menggunakan uji Dickey Fuller (DF) dan Uji Augmented Dickey Fuller (ADF). Nilai DF dan ADF_{hitung} tersebut dibandingkan dengan nilai DF dan ADF_{tabel}, untuk mengetahui ada tidaknya akar-akar unit. Kriteria pengujian adalah, jika nilai DF (ADF) hitung lebih kecil daripada nilai DF (ADF) tabel, maka data tidak stasioner, sebaliknya jika nilai DF (ADF) hitung lebih besar daripada nilai DF (ADF) tabel maka data stasioner.

Pada dasarnya uji derajat integrasi merupakan perluasan uji akar-akar unit. Apabila ternyata dengan uji akar-akar unit ditemukan bahwa data yang diamati belum stasioner maka perlu dilakukan uji derajat integrasi. Uji ini dilakukan untuk melihat pada derajat atau diferensi keberapa data yang diamati akan stasioner. Untuk uji derajat integrasi, apabila nilai hitung mutlak DF dan ADF lebih kecil daripada nilai kritis mutlak (pada $\alpha = 1\%$), maka variabel tersebut tidak stasioner, sebaliknya jika nilai hitung mutlak DF dan ADF lebih besar daripada nilai kritis mutlak (pada $\alpha=1\%$), maka variabel tersebut stasioner.

Hasil pengujian stasioneritas data, uji akar-akar unit, dan uji derajat integrasi yang dilakukan terhadap semua variabel dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1
Hasil Uji Akar-akar Unit dan Uji Derajat Integrasi Berdasarkan DF dan ADF
Terhadap Variabel DIV, P, EPMT, LDIV, LP, LEPMT

Variabel	Uji Akar-Akar Unit		Uji Derajat Integrasi	
	DF	ADF	DF	ADF
DIV	-8.099461*	-8.122538*	-12.90648*	-12.86513*
P	-2.972408**	-3.051112	-8.937713*	-8.900582*
EPMT	-8.706440*	-8.705356*	-13.36940*	-13.32684*
LDIV	-7.161010*	-7.194909*	-10.39105*	-10.35506*
LP	-2.893362**	-3.033873	-9.006245*	-8.972530*
LEPMT	-7.844380*	-7.912704*	-12.98648*	-12.93829*

*Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 1\%$
 **Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 5\%$
 ***Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 10\%$

Berdasarkan Tabel 1, terlihat bahwa hampir semua variabel stasioner pada ordo nol, I(0) pada nilai kritikal, $\alpha = 1\%$, kecuali variabel harga (P) tidak stasioner pada semua nilai kritikal. Oleh karena itu, variabel harga (P) diuji derajat integrasinya dan ternyata stasioner pada I(1) pada nilai kritikal $\alpha = 1\%$. Setelah terpenuhinya uji stasioneritas data berdasarkan uji akar-akar unit dan uji derajat integrasi, maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji kointegrasi. Tujuan utama uji kointegrasi adalah untuk mengkaji apakah residual regresi kointegrasi stasioner atau tidak (Insukindro, 1992:263). Pengujian ini sangat penting apabila ingin dikembangkan suatu model dinamis, khususnya model koreksi kesalahan atau *error correction model* (ECM), yang mencakup variabel-variabel kunci pada regresi kointegrasi terkait. Hal ini dilakukan karena ECM konsisten dengan konsep kointegrasi

(Granger, 1986, Engle dan Granger, 1987, Insukindro, 1992:263).

Untuk melakukan uji kointegrasi ini harus diyakini terlebih dahulu apakah variabel-variabel yang terkait dalam pendekatan ini mempunyai derajat integrasi yang sama atau tidak. Pada umumnya pembahasan mengenai isu terkait lebih memusatkan perhatiannya pada variabel yang berkointegrasi nol [(0)] atau satu [(1)]. Uji statistik yang umumnya digunakan dalam pendekatan ini adalah uji *CRDW* (*Cointegrating Regression Durbin Watson*), DF (*Dickey-Fuller*), dan ADF (*Augment Dickey-Fuller*). Untuk menghitung statistik CRDW, DF, dan ADF ditaksir regresi kointegrasi dengan metode kuadrat terkecil biasa (OLS). Hasil uji kointegrasi berdasarkan metode CRDW, DF, dan ADF disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Uji Kointegrasi
Pada Variabel DIV, LDIV, P, LP, EMPT, LEMPT pada lags interval 1 (1)

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.415205	218.8944	94.15	103.18	None **
0.385454	156.6611	68.52	76.07	At most 1 **
0.306942	100.1841	47.21	54.46	At most 2 **
0.267619	57.65365	29.68	35.65	At most 3 **
0.126065	21.52500	15.41	20.04	At most 4 **
0.049542	5.894078	3.76	6.65	At most 5 *

*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level
 L.R. test indicates 6 cointegrating equation(s) at 5% significance level

Hasil uji kointegrasi ini menunjukkan bahwa nilai residu yang didapat ternyata semua variabel terkointegrasi pada ordo satu I (1). Hasil uji kointegrasi ini mengindikasikan bahwa dividen benar-benar menyesuaikan ke arah target jangka panjang. Hasil uji ini menunjukkan bahwa harga maupun laba permanen merupakan variabel penting dalam hubungan jangka panjang.

Analisis berikutnya tentang pemilihan bentuk model empiris. Tujuannya adalah untuk menentukan apakah model empiris dalam bentuk linier tanpa log ataukah dalam bentuk log linier. Hal ini penting terutama dalam hubungannya dengan tujuan dari penelitian ini. Pendekatan yang digunakan adalah Metode MacKinnon, White dan Davidson (1980), atau lebih dikenal dengan MWD Test untuk menentukan model regresi, tanpa log linier ataukah log-linier. Model yang akan diuji adalah membandingkan di antara dua model fungsi dividen agregat perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, yaitu antara model linier (6) dan log linier (7) berikut ini:

$$DIV = a_0 + a_1 P_t + a_2 EPMT_{t+U} + U_t \quad (6)$$

$$LDIV = b_0 + b_1 LP_t + b_2 LEPMT_{t+V} + V_t \quad (7)$$

Dimana parameter a_1 , a_2 , b_1 dan b_2 , dianggap berpangkat 1, DIV dan LDIV adalah variabel dependen, variabel P_t dan $EPMT_t$ adalah variabel independen, sedangkan U_t dan V_t adalah variabel gangguan (*disturbance error*).

Hasil uji MWD disajikan pada Tabel 3. Berdasarkan hasil uji MDW melalui regresi persamaan (6) dan (7) maka dapat disimpulkan bahwa tidak

ditemukan adanya perbedaan yang berarti antara kedua bentuk fungsi model empiris (linier dan log linier), dengan derajat kepercayaan 95% ($\alpha=5\%$). Bentuk fungsi model empiris linier maupun log linier adalah independen, karena baik Z1 maupun Z2 tidak signifikan secara statistik sehingga bebas memilih di antara kedua model tersebut.

Langkah berikutnya adalah memilih model empiris terbaik. Untuk memilih manakah di antara beberapa model yang akan dipilih sebagai model terbaik yang akan diestimasi, digunakan seleksi kriteria model dengan membandingkan 4 model sebagai berikut:

$$\text{Model 1, DIV} = a_0 + a_1 P_t + a_2 EPMT_{t+U} \quad (8)$$

$$\text{Model 2, LDIV} = b_0 + b_1 LP_t + b_2 LEPMT_{t+V} \quad (9)$$

$$\text{Model 3, DDIV} = \gamma_0 + \gamma_1 DP_{t-1} + \gamma_2 DEPMT_{t+} + \gamma_3 ECM_t \quad (10)$$

$$\text{Model 4, DLDIV} = \gamma_0 + \gamma_1 DLP_{t-1} + \gamma_2 DLEPMT_{t+} + \gamma_3 ECM_t \quad (11)$$

Rangkuman hasil estimasi dan uji keempat model dengan seleksi kriteria model dan uji diagnostik disajikan pada Tabel 4. Uji diagnostik ini dimaksudkan untuk melakukan pengujian apakah hasil estimasi dari model yang diamati memenuhi asumsi dasar linear klasik ataukah tidak. Apabila asumsi dasar terpenuhi, maka estimator yang diperoleh dari koefisien regresi akan bersifat *best linear unbiased estimator*. Dalam tulisan ini uji diagnostik yang akan dilakukan adalah terdiri dari uji non autokorelasi, uji homoskedastisitas, uji linearitas, dan uji normalitas. Uji non autokorelasi

Tabel 3
Hasil Uji MWD

Variabel Dependen: DIV		Variabel Dependen: LDIV	
Konstanta	-834.0342 (-0.233239)	Konstanta	7.106885 (2.393991)
P	-0.444833 (-0.115402)	LP	-0.075131 (-0.159648)
EPMT	1544.429 (0.878288)	LEPMT	2.529350 (0.878288)
Z1	1824.465 (0.409858)	Z2	-0.000115 (-0.358665)

dilakukan dengan uji Durbin Watson, Uji *Lagrange Multiplier* (LM Test), Uji Breusch-Godfrey (*B-Godfrey test*), ARCH test. Uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan beberapa pendekatan di antaranya uji Park, uji Glejser, uji White, dan uji Breusch-Pagan-Godfrey (BPG). Ada beberapa uji untuk dapat mengetahui normal atau tidaknya faktor gangguan, λ, t , antara lain Jarque-Bera test atau J-B test. Uji ini menggunakan hasil estimasi residual dan *chi-square probability distribution*, (Gujarati, 2003:145-144; Thomas, 1997:343-344). Uji linearitas menggunakan Ramsey RESET Test, LM test. Hasil uji diagnostik, dengan uji korelasi serial, dan heteroskedastisitas menunjukkan semua model lolos, sedangkan uji linearitas tidak lolos untuk model 2. Uji normalitas untuk semua model adalah tidak terpenuhi atau tidak lolos.

Selanjutnya, kriteria seleksi mendasarkan pada R^2 , Akaike Info Criterion, (AIC), Final Pred. Error (FPE) dan Schwarz Criterion. Berdasarkan keempat model tersebut setelah dilihat hasil estimasi dan uji dengan seleksi kriteria model pada Tabel 4, terlihat bahwa R^2 tertinggi ada pada model 3 dan diikuti oleh model 4. Model 3 untuk kriteria Akaike Info Criterion, (AIC), Final Pred. Err, (FPE) dan Schwarz criterion memiliki nilai paling besar. Kriteria Akaike Info Criterion, (AIC), Final Pred. Err, (FPE) dan Schwarz criterion yang memiliki nilai paling minimum adalah model 2 dan diikuti oleh model 4. Namun demikian, model 4 memiliki R^2 tertinggi.

Berdasarkan hasil uji kriteria model pada Tabel 4, ternyata yang paling banyak menunjukkan indikasi model yang paling tepat dan unggul adalah model 4, dengan demikian dalam penelitian ini yang dipakai adalah model 4. Oleh karena itu, rangkuman hasil uji hipotesis berdasarkan persamaan model 4 dan koefisien substitusi yang dipilih disajikan dalam Tabel 5:

Berdasarkan hasil estimasi model 4 yang sudah dilakukan dapat dikatakan model ECM sukses dalam mengestimasi faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode bulanan 1990-2002. Indikasi awal dari kesuksesan penggunaan model ECM ini dapat dilihat dari nilai koefisien *error correction term* dalam model yang ternyata signifikan secara statistik. Nilai ini sekaligus menunjukkan sahnya spesifikasi model yang digunakan dalam penelitian ini. Koefisien *error correction term* adalah -0.682173 (p -

$value = 0,000 < \alpha = 5\%$). Angka ini menunjukkan bahwa proporsi biaya ketidakseimbangan yang disesuaikan dalam perilaku dividen pada periode 1990-2002 sekitar 68,22%. Selanjutnya, nilai $R^2 = 36,21\%$, yang berarti 36,21% dari variasi variabel perilaku dividen mampu dijelaskan oleh variasi himpunan variabel independen. Demikian juga, nilai $F = 23.08778$, signifikan secara statistik. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel harga berkelambanan dan laba permanen mempengaruhi perubahan dividen target.

Berdasarkan model 4, hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien laba permanen adalah positif dan signifikan ($p-value = 0,08 < \alpha = 5\%$). Hal ini berarti, guncangan terhadap laba permanen yang signifikan mengindikasikan bahwa dividen berubah untuk merespon perubahan laba permanen yang tak terduga. Perusahaan tetap mempertahankan proporsi yang besar atas laba permanen sekarang yang tak terduga. Hasil penelitian ini mendukung pernyataan hipotesis H1a bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang. Selanjutnya, hasil penelitian juga menunjukkan bahwa koefisien atas perubahan harga saham berkelambanan (*lagged stock price*) (DLP_{t-1}) positif = 2.758925 dan signifikan ($p-value = 0,08 < \alpha = 10\%$). Hal ini berarti, perubahan dividen sekarang disebabkan oleh perubahan harga di masa lalu. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis H1b bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan. Berikutnya, koefisien *error correction term* sebesar -0.682173 mencerminkan besarnya *speed of adjustment*. Hasil ini lebih besar daripada hasil yang dilaporkan Garrett dan Priestley (2000) sebesar -0,3914 dan Marsh dan Merton (1987) sebesar -0,085. Hasil ini menyiratkan bahwa perusahaan lebih cepat menyesuaikan untuk mencapai dividen target jangka panjang.

Untuk menguji hipotesis H1c, tentang apakah perubahan harga saham berkelambanan (DLP_{t-1}) mampu menangkap informasi tentang perubahan yang diharapkan pada laba permanen yang akan datang. Dengan mengikuti langkah-langkah yang dilakukan oleh Garrett dan Priestley (2000) maka perlu menetapkan, 1) apakah perubahan laba yang akan datang adalah signifikan jika perubahan harga saham berkelambanan dikeluarkan dari model; dan 2) apakah perubahan laba yang akan datang itu tetap signifikan ketika perubahan

Tabel 4
Perbandingan Empat Model Estimasi ECM

Variabel Independen	Variabel Dependen			
	Model 1 (DIV)	Model 2 (LDIV)	Model 3 (DDIV)	Model 4 (DLDIV)
Konstanta	-1346.367 (0.6875)	7.476490 (0.0080)	1119.356 (0.0009)	0.514774 (0.0003)
P	-532120 (0.5836)			
EPMT	3934.805 (0.2402)			
LP				
LEPMT		-0.117506 (0.7962)		
DP _{t-1}		2.556727 (0.3745)		
DEPMT			12.55212 (0.1675)	
DLP _{t-1}			3560.267 (0.2933)	2.758925 (0.0829)
DLEPMT				8.041346 (0.0087)
ECM			-784159 (0.0000)	-0.682173 (0.0000)
N	156	156	153	126
R-squared, R ²	0.009833	0.005927	0.398418	0.362136
Adj. R-squared, R ²	-0.003282	-0.008800	0.386306	0.346451
F	0.749780	0.402466	32.89349	23.08778
RSS	2.28E+09	271.3591	2.18E+09	224.6777
Akaike Info Cr., (AIC)	15.191.430,05	1,81	14.988.078,83	1,90
Final Pred. Err, (FPE)	15.191.502,09	1,81	14.988.257,45	1,90
Schwarz Cr.	29.236.475,72	3,48	42.673.573,76	5,35
Uji Diagnosis				
1. Korelasi serial				
DW	1.580621	1.387555	1.990750*	1.727517
χ^2 (1)	0.005075*	0.040846*	0.097781*	0.592400*
2. Linearitas				
χ^2 (1)	0.413018*	2.938390	11.24787*	2.562950*
3. Normalitas				
χ^2 (1)	23186.64	10.75258	24981.62	24.65953
4. Heteroskedastisitas				
χ^2 (1)	1.806377*	1.806377*	5.113466*	2.729623*

Keterangan: * lolos dari uji kriteria model

Tabel 5
Rangkuman Hasil Estimasi ECM

Model 4: $DLDIV_t = \gamma_0 + \gamma_1 DLP_{t-1} + \gamma_2 DLEPMT_{t+1} + \gamma_3 ECM_t$
 $DLDIV = 0.514774 + 2.758925 * DLP1 + 8.041346 * DLEPMT - 0.682173 * ECM.$

Hipotesis	Variabel	Prediksi	Koefisien	P-Value	Simpulan
H1a	$DLEPMT_t$	$\gamma_2 > 0$	8.041346	(0.0087)	Didukung
H1b	DLP_{t-1}	$\gamma_1 > 0$	2.758925	(0.0829)	Didukung
	ECM	$\gamma_3 < 0$	-0.682173	(0.0000)	Didukung

Tabel 6
Uji Kausalitas: Granger Causality Tests

$DLDIV_t = f(DLP_{t-1})$ atau $DLP_{t-1} = f(DLDIV_t)$
 $DLDIV_t = f(DLEPMT_{t+1})$ atau $DLEPMT_{t+1} = f(DLDIV_t)$
 $DLDIV_t = f(DLEPMT_{t+1})$ atau $DLEPMT_{t+1} = f(DLDIV_t)$

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
DLP(-1) does not Granger Cause DLDIV	116	4.37634	0.03868
DLDIV does not Granger Cause DLP(-1)	6.25599	0.01381	
DLEPMT does not Granger Cause DLDIV	116	0.02298	0.87979
DLDIV does not Granger Cause DLEPMT	0.87972	0.35028	
DLEPMT+1 does not Granger Cause DLDIV	116	4.90657	0.02876
DLDIV does not Granger Cause DLEPMT+1	3.27173	0.07314	

harga saham berkelembanan dimasukkan dalam model. Jika perubahan laba yang akan datang adalah signifikan ketika perubahan *lagged stock price* dikeluarkan dan tidak signifikan ketika perubahan harga saham berkelembanan dimasukkan maka informasi tentang pertumbuhan laba yang akan datang dapat ditangkap oleh perubahan harga saham berkelembanan.

Pengujian tentang apakah perubahan harga saham berkelembanan (DLP_{t-1}) mampu menangkap informasi tentang perubahan yang diharapkan pada laba permanen yang akan datang, dilakukan dengan dua cara, yaitu 1) pengujian kausalitas, yaitu menggunakan pengujian *Granger Causality Test*. Dalam hal ini perubahan laba yang akan datang adalah zero pada regresi. Hasil uji kausalitas, *granger causality tests* disajikan pada Tabel 6. Berdasarkan Tabel 6, hasil uji dengan lag 1 menunjukkan hubungan kausalitas dua arah antara perubahan dividen dan

perubahan harga saham berkelembanan, sedangkan hubungan kausal antara laba permanen sekarang ($DLEPMT_t$) dan Dividen ($DLDIV$) adalah bebas. Hipotesis nol adalah laba permanen yang akan datang, $DLEPMT_{t+1}$ tidak mempengaruhi $DLDIV$, ditolak dan sebaliknya diterima pada $\alpha = 5\%$. Temuan ini mengindikasikan bahwa adanya hubungan satu arah laba permanen yang akan datang terhadap dividen sekarang.

2) pendekatan dengan menilai signifikansi dari variabel perubahan laba permanen yang akan datang ($DLEPMT_{t+1}$). Hal ini dilakukan dengan cara menguji apakah $\lambda_1 = 0$, dan dengan mengeluarkan variabel perubahan harga berkelembanan (DLP_{1-t}) dalam regresi:

$$DLDIV_t = \gamma_0 + \gamma_2 DLEPMT_t + \gamma_3 (ECM)_t + \lambda_1 DLEPMT_{t+1} \tag{12}$$

Tabel 7
Ringkasan Hasil Uji Signaling

$$DLDIV_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_2 DLEPMT_{t+1} + \gamma_3 (ECM)_{t+1} + \lambda_1 DLEPMT_{t+1}$$

$$DLDIV_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 DLP_{t+1} + \gamma_2 DLEPMT_{t+1} + \gamma_3 (ECM)_{t+1} + \lambda_1 DLEPMT_{t+1}$$

Variabel Independen	Variabel Independen	
	1. Model 4 (DLDIV)	2. Model 4(DLDIV)
Konstanta	0.500567 (0.0004)	0.519086 (0.0002)
DLP _{t+1}	-	1.977020 (0.2777)
DLEPMT _t	5.853727* (0.0233)	7.678566* (0.0130)
ECMD	-0.670410* (0.0000)	-0.685333* (0.0000)
LEPMT _{t+1}	7.267349 (0.1075)	4.512254 (0.3820)
N	126	126
R-squared, R ²	0.359942	0.366169
Adjusted R-squared, R ²	0.344203	0.345216
F	22.86929	17.47569
RSS	225.4504	223.2570
Akaike Info Cr., (AIC)	1.5500	1.5600
Final Prediction Err, (FPE)	1.5500	1.5600
Schwarz Cr.	4.4200	5.8400
Uji Diagnosis		
1. Korelasi serial		
DW	1.688119	1.688119
χ ² (1)	0.743407*	0.578462*
2. Linearitas		
χ ² (1)	2.229626*	2.355973*
3. Normalitas		
χ ² (1)	22.67979	23.43256
4. Heteroskedastisitas		
χ ² (1)	2.977086*	3.764937*

Keterangan: * Lolos dari uji kriteria model

*Signifikan pada *critical value*, α = 1 %

**Signifikan pada *critical value*, α = 5 %

***Signifikan pada *critical value*, α = 10 %

Berikutnya, pendekatan dengan menilai signifikansi dari De^*_{t+1} atau dengan menguji apakah $l_1 = 0$, dan dengan memasukkan variabel harga ($DLP_{1,t}$) dalam regresi:

$$DLDIV_t = g_0 + g_1 DLP_{1,t} + g_2 DLEPMT_t + g_3 (ECM)_t + l_1 DLEPMT_{t+1} \quad (13)$$

Hasil uji signal dengan mempertimbangkan variabel perubahan harga berkelambanan, $DLP_{1,t}$ dan perubahan laba permanen yang akan datang $DLEPMT_{t+1}$ disajikan pada Tabel 7. Pengujian berdasarkan pada persamaan Model 4 dengan tanpa memasukkan variabel perubahan harga berkelambanan $DLP_{1,t}$ dan dengan memasukkan $l_1 DLEPMT_{t+1}$. Pengujian signifikansi dari laba permanen yang akan datang, $DLEPMT_{t+1}$ dengan menguji apakah $l_1 = 0$ dan dengan mengeluarkan variabel harga berkelambanan, ($DLP_{1,t}$) dalam regresi. Hasil uji signal pada Tabel 7 menunjukkan adanya arah hubungan yang positif kuat antara perubahan dividen sekarang dan laba permanen sekarang ($p\text{-value} = 0,0233 < \alpha = 5\%$). Namun demikian, perubahan laba permanen yang akan datang tidak berpengaruh pada perubahan dividen sekarang ($p\text{-value}, 0.1075 > \alpha = 5\%$).

Analisis berikutnya adalah apakah variabel laba permanen yang akan datang, $DLEPMT_{t+1}$ memiliki signifikansi jika memasukkan variabel perubahan harga berkelambanan, $\Delta p_{1,t}$, seperti yang disarankan peneliti sebelumnya (Marsh dan Merton, 1987; Garrett dan Priestley, 2000). Untuk itu penelitian ini menilai signifikansi dari $DLEPMT_{t+1}$ dengan menguji apakah $l_1 = 0$, dan dengan memasukkan variabel perubahan harga berkelambanan ($DLP_{1,t}$) dalam model regresi. Berdasarkan Tabel 7 hasil dari pengujian hipotesis ini menunjukkan bahwa laba permanen yang akan datang ($DLEPMT_{t+1}$) juga memiliki koefisien yang positif tetapi tidak signifikan ($p\text{-value}, 0.3820 > \alpha = 5\%$). Hasil ini menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang tidak memberi informasi tentang perubahan laba permanen yang akan datang. Hasil ini tidak mendukung hipotesis H1c, yang menyatakan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen yang akan datang. Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang positif kuat antara perubahan dividen sekarang dan laba permanen sekarang ($p\text{-value} = 0.0130 < \alpha = 5\%$).

PEMBAHASAN

Hasil analisis koefisien model estimasi *ECM* menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang. Hasil ini mendukung hipotesis H1a. Hasil ini mengungkapkan adanya hubungan semasa antara dividen dan guncangan terhadap laba permanen. Hasil ini mengindikasikan dividen sekarang mengandung informasi tentang kejutan laba permanen sekarang. Hal ini berarti dividen sekarang dapat dikatakan sinyal. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Garrett dan Priestley (2000). Demikian juga, hasil analisis regresi membuktikan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis H1b. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan hanya meningkatkan dividen apabila manajemen percaya laba permanen meningkat. Dalam hal ini, dividen sebagai cara untuk mengungkapkan informasi tentang prospek perusahaan kepada para investor. Hasil ini dapat terjadi karena pada saat itu sejumlah besar pemegang saham memiliki horizon investasi jangka pendek dan adanya keinginan manajemen untuk menyampaikan signal informasi yang positif melalui kebijakan dividen. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya (Garrett dan Priestley, 2000; Benartzi dkk., 1997) yang menyimpulkan perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan.

Sementara itu, hasil uji *signaling* menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang tidak dipengaruhi oleh perubahan laba permanen yang akan datang. Hasil ini tidak memberi dukungan pada hipotesis H1c. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perubahan dividen sekarang tidak memberi informasi tentang perubahan laba permanen yang akan datang melebihi informasi yang disampaikan oleh perubahan harga masa lalu, tetapi memberi informasi tentang laba permanen sekarang. Hasil ini tidak signifikan bisa terjadi karena, pertama, level interaksi antara para manajer dan pemegang saham sangat intens. Contoh pembagian dividen di Indonesia ditentukan hanya berdasarkan RUPS. Kedua, kemungkinan horizon investasi para investor adalah jangka panjang. Para pemegang saham yang memiliki horizon investasi jangka panjang, tidak

tertarik dengan signal dividen jangka pendek karena asimetrik informasi akan terungkap secara lambat laun tanpa peduli atas perubahan kebijakan dividen.

Dalam perspektif Indonesia, hasil uji *signaling* penelitian ini juga tidak memberi dukungan terhadap prediksi model asimetrik informasi bahwa dividen sebagai cara untuk mengungkapkan informasi tentang laba permanen yang akan datang tentang prospek perusahaan kepada para investor. Konsisten dengan teori asimetrik informasi, perubahan dividen seharusnya memberi sinyal tidak hanya pada peningkatan “laba sekarang” tetapi juga “laba yang akan datang”. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya (Garrett dan Priestley, 2000; Benartzi dkk., 1997), yang menyimpulkan perubahan dividen sekarang tidak dipengaruhi oleh perubahan laba permanen yang akan datang. Selain itu, simpulan ini sejalan dengan rangkuman penelitian yang dilakukan oleh Miller, 1987 bahwa laba sekarang dan sebelumnya merupakan variabel penjelas yang lebih baik daripada laba yang akan datang bagi perilaku dividen.

Koefisien dari *error correction term* sebesar -0.682173 mencerminkan besarnya *speed of adjustment*. Hasil ini lebih besar daripada hasil yang dilaporkan dalam penelitian Garrett dan Priestley (2000) sebesar -0,3914 dan Marsh dan Merton (1987) sebesar -0,085. Hasil ini menyiratkan bahwa perusahaan di Indonesia lebih cepat menyesuaikan dividen target jangka panjang. Sejalan dengan pandangan Dewenter dan Warther (1998) bahwa penyesuaian yang lebih cepat terhadap dividen target mengindikasikan rendahnya persoalan keagenan. Dalam hal ini, Dewenter dan Warther (1998) membuktikan bahwa kecepatan penyesuaian yang rendah terhadap target dividen sebagai akibat dari adanya persoalan keagenan. Dengan demikian, tingginya kecepatan penyesuaian ke arah dividen target dalam kebijakan dividen di perusahaan di Indonesia, mengindikasikan kecilnya persoalan keagenan yang terjadi.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan model keperilakuan dividen yang diusulkan Garrett dan Priestley (2000), menjelaskan bahwa para manajer menyesuaikan ke arah tingkat dividen

target. Penyesuaian ke arah dividen target dan penyimpangan dari dividen target akan menimbulkan biaya. Model ini memperhitungkan dividen berubah dalam merespon guncangan terhadap laba permanen sekarang, masa lalu, dan laba yang akan datang. Perubahan harga berkelambanan digunakan sebagai proksi bagi laba permanen sekarang dan yang akan datang. Hasil penelitian ini mendukung model empiris tentang perilaku dividen yang mana dividen target adalah suatu fungsi dari harga berkelambanan dan laba permanen, mampu memberi penjelasan yang lebih baik tentang perilaku dividen agregat.

Hasil penelitian ini akhirnya menyimpulkan beberapa simpulan penting, yaitu 1) hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang. Hasil ini mengungkapkan adanya hubungan semasa antara dividen dan guncangan (*shock*) terhadap laba permanen. Demikian juga, hasil analisis regresi model *ECM* membuktikan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan hanya meningkatkan pembayaran dividen bila manajemen percaya laba permanen sekarang mengalami peningkatan; 2) berdasarkan estimasi model *ECM*, dalam pengujian *signalling*, menunjukkan bukti bahwa hasil analisis tidak mendukung dugaan perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen yang akan datang. Namun demikian, dalam model estimasi *ECM* ini perubahan dividen sekarang tetap dipengaruhi perubahan laba permanen sekarang; 3) koefisien *error correction term* mencerminkan besarnya *speed of adjustment*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa koefisien dari *error correction term* ini lebih besar daripada hasil yang dilaporkan Garrett dan Priestley (2000) dan Marsh dan Merton (1987). Hasil ini menyiratkan bahwa perusahaan di Indonesia lebih cepat menyesuaikan dividen target jangka panjang. Sejalan dengan pandangan Dewenter dan Warther (1998) kebijakan dividen dalam kasus perusahaan Indonesia, terindikasi menunjukkan kecilnya tingkat konflik keagenan yang terjadi.

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini menggunakan periode pengamatan 1991-

2002 sehingga fokus hanya pada masa sebelum dan saat terjadi krisis keuangan di Indonesia. Periode ini mengabaikan kondisi setelah periode krisis keuangan di Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ke depan membandingkan perilaku dividen pada periode sebelum dan setelah krisis keuangan Indonesia. Selain itu, sampel yang diteliti meliputi seluruh perusahaan yang membayar cash *dividend*. Penelitian ini tidak membedakan jenis industri perusahaan pembayar dividen. Oleh karena itu penting dalam penelitian berikutnya mempertimbangkan peran jenis industri perusahaan. Alasannya jenis industri perusahaan memiliki ketahanan yang berbeda dalam menghadapi persoalan krisis. Penelitian ini belum membedakan perusahaan pembayar dividen ditinjau dari variabel seperti ukuran perusahaan, *growth opportunities*, dan kemampuan laba perusahaan. Penelitian berikutnya penting untuk mempertimbangkan faktor ini dalam menganalisis perilaku dividen. Hal ini sejalan dengan pendapat DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi tetapi labanya rendah merupakan kandidat ideal untuk melakukan dividen sebagai *signal*. Alasannya perusahaan demikian belum mantap sehingga memiliki kesulitan untuk menyampaikan prospek perusahaan ke depan kepada pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. and Swary, I. 1980. "Quartely Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' returns: An Empirical Analysis". *Journal Of Finance*, 35(1): 1-11.
- Aharony, J., and Dotan, A. 1994. "Reguler dividend Announcement and Future Unexpected Eaning: An empirical Analysis". *Finacial Review*, 29:125-151
- Bernheim, B.D., and Wantz, A. 1995. "A Tax Based Test Of The Dividend Signaling Hypothosis". *American Economic Review*, 85:532-551.
- Babbs, H.S. and Nowman, B.K. 1999. "Kalman Filter of generalized Vasicek Term Structure Model". *Journal Of Finianial and Quantitative Analysis*, 34(1):115-130.
- Benartzi, S, and Michaely, R. and Thaler, R. 1997. "Do Change in Dividends Signal The Future or the Past". *Journal of Finance*, 52(3): 1007-1034.
- Bhattacharya, S. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird In The Hand Fallacy". *Bell Journal of Economics*, 10:259-270.
- Brickley, J.A. 1983. Shareholder Wealth. "Information Signaling, and The Specially Designated Dividend: An Empirical Study". *Journal of Financial Economics*, 12:187-209.
- Copeland, T.E. dan Weston, J.F. 1988. Dividend Policy: Theory, dalam Copeland, T.E. dan Weston, J.F. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley Publishing Company: 544-575.
- Copeland, T.E. dan Weston, J.F. 1988. Dividend Policy: Empirical Evidence and Application, dalam Copeland, T.E. dan Weston, J.F. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley Publishing Company: 576-613.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Skinner, D.J. 2000. "Special dividend and The Evolution of Dividend Signaling". *Journal of Financial Economics*. 57:309-354.
- DeAngelo, H. DeAngelo, L. dan Stulz, R. 2004. "Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation Of Earning". *Journal of Financial Economics*, 72: 425 – 456.
- Dewenter, K.L. dan Warther, V.A. 1998. "Dividend, Asymmetric Information, and Agency Conflict: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and Us Firms". *Journal of Finance*, 53:879-904.
- Easterbrook, F.H. 1984. "Two Agency Cost Explanations of dividends". *American Economic Review*, 74(4): 650-659.

- Engle, R.F. and Granger, C.W.J., 1991. *Long Run Economic Relationship, Reading in Cointegration*. Oxford University Press.
- Fama, E.F. and Blasko, H. 1998a. "Dividend Policy: An Empirical Analysis". *Journal of The American Statistical Association*, 63(324): 1132-1161.
- Fama, E. F. and French, K.R. 1998b. "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value". *Journal of Finance*, 53(3): 819-843.
- Garret, I., and Priestley, R. 2000. "Dividend Behavior and Dividend Signaling". *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2):173-189.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Econometrica*. New York: McGraw-Hill.
- Harasty, H. and Roulet, J. 2000. "Modeling Stock Market Return: An Error Correction Model". *Journal Portfolio Management*: 33-46.
- Healy, P. dan Palepu, K. 1988. "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions". *Journal of Financial Economics*, 21:149-175.
- Harvey, A.C. 1984. *Dynamic Models, the Prediction Error Decomposition and State Space*.
- Hess, P.J., 1983. "Test for Taxes Effect In the Pricing of Financial Assets". *Journal of Business*, 56(4): 537-554.
- Insukindro, 1998. "Sindrum R2 Dalam Analisis Regresi Linier Runtun Waktu". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 13(4):1-11.
- Insukindro, 1999. "Pemilihan Model Ekonomi Empirik dengan Pendekatan Koreksi Kesalahan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 14(1):1-8.
- John, K. and William, J. 1984. "Dividend, Dilution, Taxes: A Signalling Equilibrium". *Journal of Finance*, 40: 1053-1070.
- Kao, C., and Wu, C., 1994. "Test of Dividend Signaling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach". *Journal of Business*, 67(1): 45-68.
- Litzenberger, R.H. and Ramaswamy, K. 1979. "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Price". *Journal of Financial Economic*, 7:163-195
- Lintner, J. 1956. "Distribution of Income of Corporation among Dividends, Retained Earning, and Taxes". *American Economic Review*, 61:97-113.
- Marsh, T.A. and Merton, R.C. 1987. "Dividen Behavior For The Aggregate Stock Market". *Journal of Business*, 60(1): 1-40.
- Megginson, W. L. 1997. Dividend Policy, dalam Megginon, W. L., *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley, 353-387.
- Miler, M.H. and Rock, K. 1985. "Dividend Policy Under Asymmetric Information". *Journal of Finance*, 40: 1031-1051.
- Rozeff, M. 1982. "Growth, Beta, and Agency Cost as determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research*, 5:249-259.

MODEL KESEIMBANGAN PERTUMBUHAN EKONOMI DAN DEFISIT ANGGARAN PEMERINTAH (Kasus Indonesia, Tahun 1985-2009)

Astuti Purnamawati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta
Jalan Seturan Yogyakarta 55281
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155
E-mail: astutipurnamawati@gmail.com

ABSTRACT

This research investigates the effect of defisit spending on economic growth in Indonesia. The studied period is 1985-2009 used cointegration test and error correction model. The results indicate that defisit spending has no effect on economic growth in Indonesia based on long-run equilibrium model and short-run equilibrium model.

Keywords: economic growth, defisit spending, co-integration test, error correction model

PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi merupakan indikator penting bagi perekonomian karena pertumbuhan ekonomi mencerminkan perubahan kinerja produksi nasional dari waktu ke waktu. Jika dalam periode tertentu terjadi pertumbuhan ekonomi positif berarti kegiatan produksi nasional pada periode tersebut mengalami peningkatan. Pertumbuhan ekonomi yang terjadi pada suatu periode dapat menciptakan investasi pada periode berikutnya. Investasi dapat menciptakan lapangan kerja, mengurangi pengangguran, meningkatkan pendapatan masyarakat, dan pada akhirnya meningkatkan

kesejahteraan masyarakat. Berdasarkan pentingnya peranan pertumbuhan ekonomi ini dalam perekonomian nasional, maka setiap negara selalu berusaha agar setiap periode terjadi pertumbuhan ekonomi yang tinggi.

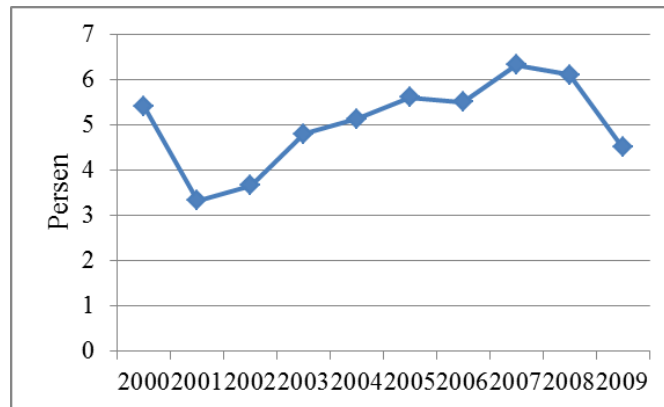
Pertumbuhan ekonomi Indonesia dari tahun ke tahun mengalami fluktuasi. Gambar 1 menunjukkan perkembangan pertumbuhan ekonomi dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2009. Berdasarkan data pada Gambar 1 tersebut terlihat bahwa pertumbuhan ekonomi berfluktuasi dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2009. Pertumbuhan ekonomi mengalami penurunan yang cukup besar dari tahun 2000 sampai tahun 2001 dari sekitar 5,5% menjadi 3%. Mulai tahun 2002 sampai dengan tahun 2008 terjadi kenaikan pertumbuhan ekonomi secara gradual. Pertumbuhan ekonomi tahun 2002 sebesar 3% meningkat menjadi 6% pada tahun 2008. Pada tahun 2009 pertumbuhan ekonomi turun lagi menjadi 4% dari tahun 2008 yang sebesar 6%.

Untuk menciptakan pertumbuhan ekonomi, pemerintah dapat menggunakan salah satu instrumen, yaitu anggaran belanja pemerintah. Belanja pemerintah yang digunakan untuk membangun infrastruktur ekonomi atau menyelenggarakan kegiatan produksi dapat mendorong terciptanya pertumbuhan ekonomi. Mengingat pentingnya belanja pemerintah terhadap penciptaan pertumbuhan ekonomi, sering pemerintah menempuh kebijakan pengelolaan anggaran belanja

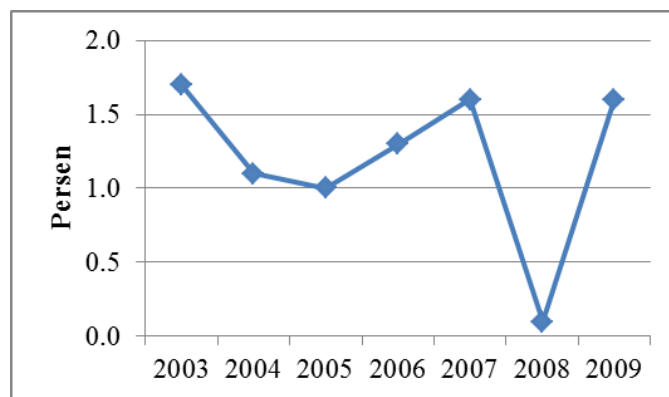
yang defisit, yaitu belanja pemerintah lebih besar daripada pendapatan pemerintah. Gambar 2 menunjukkan perkembangan defisit anggaran pemerintah Indonesia dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2009. Berdasarkan data tersebut terlihat besarnya defisit anggaran pemerintah dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2009 berfluktuasi. Berdasarkan tahun 2003 sampai tahun 2004, defisit anggaran turun dari 1,7% menjadi 1%. Mulai tahun 2005 terjadi peningkatan defisit anggaran dari 1% menjadi 1,6% pada tahun 2007. Pada tahun 2008 terjadi penurunan defisit anggaran yang cukup besar hingga mendekati 0% persen. Defisit anggaran meningkat lagi pada tahun 2009 dengan peningkatan yang cukup signifikan dari sekitar 0%

pada tahun 2008 menjadi 1,6% pada tahun 2009.

Selain defisit anggaran belanja pemerintah, investasi juga merupakan faktor yang dapat menciptakan pertumbuhan ekonomi. Gambar 3 menunjukkan perkembangan pertumbuhan ekonomi dan investasi dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2009. Pertumbuhan investasi dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2009 relatif stabil meskipun terjadi sedikit peningkatan dan penurunan. Pertumbuhan investasi dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2009 berkisar 20% sampai dengan 27% per tahun. Penurunan investasi terjadi pada tahun 2001 dari 21% pada tahun 2000 menjadi 19% pada tahun 2001. Penurunan investasi ini sejalan dengan turunnya pertumbuhan



Gambar 1
Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi Indonesia, Tahun 2000-2009

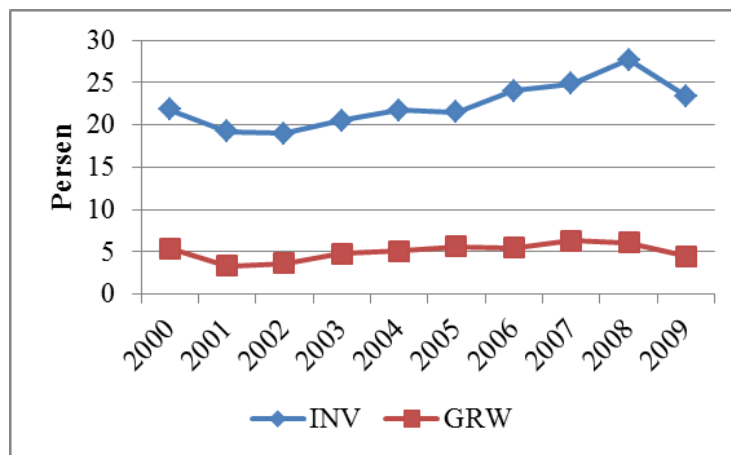


Gambar 2
Perkembangan Defisit Anggaran Pemerintah Indonesia, Tahun 2000-2009

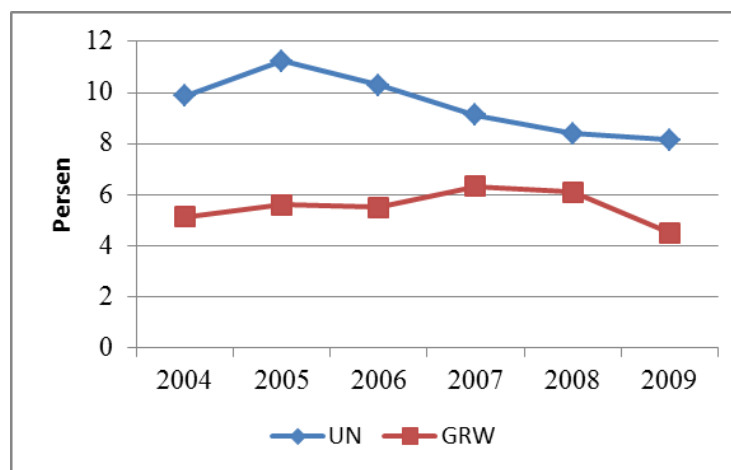
ekonomi pada tahun 2000-2001 dari 5% menjadi 4%. Penurunan investasi berhubungan dengan pertumbuhan ekonomi. Dengan demikian, turunnya investasi berakibat kepada turunnya kegiatan ekonomi.

Mulai tahun 2001 sampai dengan tahun 2008 terjadi peningkatan investasi dari semula 19% pada tahun 2001 menjadi 27% pada tahun 2008. Peningkatan investasi ini berdampak positif pada pertumbuhan

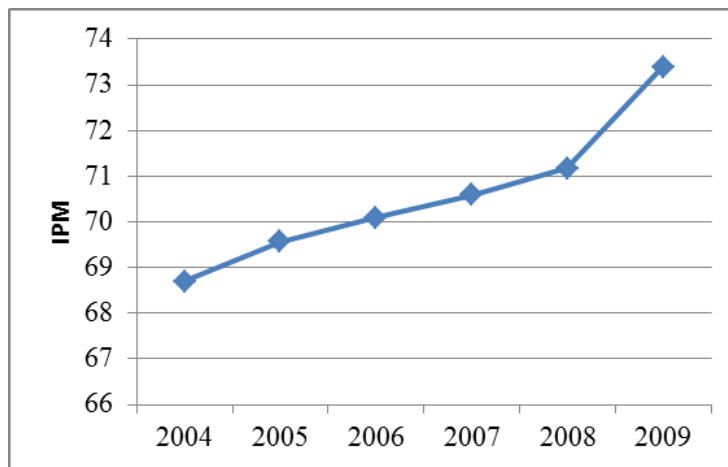
ekonomi. Meningkatnya investasi akan menambah kesempatan kerja baru sehingga terjadilah penurunan angka pengangguran dan peningkatan kegiatan ekonomi. Peningkatan kegiatan ekonomi dapat meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan tingkat pengangguran dapat dicermati pada Gambar 4 berikut ini.



Gambar 3
Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi dan Investasi Indonesia, Tahun 2000-2009



Gambar 4
Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi dan Tingkat Pengangguran Indonesia, Tahun 2004-2009



Gambar 5
Perkembangan Indeks Pembangunan Manusia (IPM) Indonesia, Tahun 2004-2009

Pertumbuhan ekonomi dapat menciptakan investasi pada periode berikutnya. Jika terjadi investasi maka akan meningkatkan ketersediaan lapangan pekerjaan dalam perekonomian. Dengan demikian pertumbuhan ekonomi dapat menurunkan tingkat pengangguran. Gambar 4 menunjukkan perkembangan tingkat pengangguran dan pertumbuhan ekonomi dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2009. Peningkatan pertumbuhan ekonomi dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2008 diikuti dengan penurunan tingkat pengangguran. Telah terjadi penurunan tingkat pengangguran sekitar 2% dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2008. Penurunan tingkat pengangguran ini disebabkan oleh meningkatnya kegiatan ekonomi. Pada tahun 2005, pertumbuhan ekonomi sebesar 5,8% sementara pada tahun 2008 pertumbuhan ekonomi meningkat menjadi 6%. Peningkatan pertumbuhan ekonomi berarti terjadi peningkatan kegiatan ekonomi. Peningkatan kegiatan ekonomi akan membuka kesempatan kerja baru yang akan berakibat pada turunnya angka pengangguran.

Penurunan angka pengangguran dan meningkatnya kegiatan ekonomi diharapkan dapat meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Dengan terjadinya peningkatan kesejahteraan masyarakat, kualitas kehidupan masyarakat juga akan meningkat. Peningkatan kualitas kehidupan masyarakat dapat dilihat dari berbagai faktor. Salah satu ukuran

kesejahteraan masyarakat adalah Indeks Pembangunan Manusia (IPM). Gambar 5 menyajikan perkembangan IPM Indonesia dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2009.

Pertumbuhan ekonomi dapat menurunkan tingkat pengangguran. Penurunan tingkat pengangguran dapat meningkatkan pendapatan masyarakat. Pendapatan masyarakat merupakan salah satu komponen dalam menentukan Indeks Pengembangan Manusia (IPM). IPM merupakan indikator tingkat kesejahteraan masyarakat. Semakin tinggi IPM suatu masyarakat semakin tinggi pula tingkat kesejahteraan masyarakat tersebut. Gambar 5 menunjukkan perkembangan Indeks Pembangunan Manusia yang positif. Artinya telah terjadi peningkatan IPM sejak tahun 2004 sampai dengan tahun 2009, yaitu meningkat sebesar 4 poin dari semula 69 pada tahun 2004 menjadi 73 poin pada tahun 2009. Peningkatan IPM ini jika dikaitkan dengan perkembangan pertumbuhan ekonomi menunjukkan adanya perkembangan yang searah. Berdasarkan tahun 2004 sampai dengan tahun 2008, pertumbuhan ekonomi mengalami peningkatan. Peningkatan pertumbuhan ekonomi dapat meningkatkan IPM karena dengan meningkatnya kegiatan ekonomi akan meningkatkan pendapatan masyarakat. Peningkatan pendapatan masyarakat riil dapat meningkatkan kualitas sumberdaya manusia.

Banyak penelitian dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Temuan Brauning (2002) adalah dampak utang pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi. Analisis menggunakan *overlapping generation model*. Hasil penelitian menunjukkan pertumbuhan kapital dan utang pemerintah tergantung pada rasio defisit dan rasio kapital-utang. Pertumbuhan kapital dan utang akan konstan jika rasio kapital-utang konstan. Dalam kondisi yang mantap, utang pemerintah dan kapital tumbuh pada tingkat yang sama, sehingga rasio kapital-utang dan kedua pertumbuhan tersebut konstan.

Rahmad dan Utomo (2005) melakukan penelitian tentang pengaruh utang luar negeri Indonesia, penanaman modal asing, dan tabungan domestik terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Penelitian tersebut menggunakan data tahun 1976-2000. Model regresi linear berganda yang digunakan adalah *error correction model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa utang luar negeri Indonesia, penanaman modal asing, dan tabungan domestik berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Penelitian Hartini dan Utomo (2004) tentang pengaruh inflasi Indonesia terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia menggunakan data tahun 1973-2002 dengan metode *Final Prediction Error* memperoleh kesimpulan bahwa laju inflasi Indonesia tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Sawitri (2006) meneliti dampak defisit anggaran terhadap pertumbuhan ekonomi. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh defisit anggaran terhadap pertumbuhan ekonomi. Analisis menggunakan general evaluation estimator dan data yang digunakan adalah data tahun 1995 sampai 2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa defisit anggaran mempunyai dampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi, sementara lag rasio variabel ekspor terhadap PDB mempunyai dampak positif. Hal ini menunjukkan kemungkinan ekspor untuk meningkat. Hasil penelitian ini mengindikasikan adanya gejala perekonomian akan berdampak pada sisi penerimaan yang mengakibatkan pula kenaikan defisit anggaran dan gejala perekonomian juga akan berdampak negatif terhadap impor. Hal ini akan berpengaruh secara negatif pula pada pertumbuhan ekonomi. Hasil penelitian menunjukkan ekspor sangat berpeluang dalam

meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Hal ini merupakan momen yang tepat untuk mengembangkan pasar ekspor terutama ke negara yang mempunyai tingkat permintaan yang tinggi. Kebijakan defisit anggaran ternyata belum mendapat respon dari sisi penawaran. Stimulus ini hendaknya dibarengi dengan sisi moneter terutama dalam penentuan suku bunga pinjaman dan Sertifikat Bank Indonesia (SBI baik untuk Usaha Kecil Menengah (UKM) maupun pengusaha besar.

Waluyo (2006) meneliti pengaruh pembiayaan defisit anggaran terhadap inflasi dan pertumbuhan ekonomi tahun 1970 sampai 2003. Penelitian ini bertujuan mengidentifikasi dampak pembiayaan defisit anggaran terhadap inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Dalam penelitian ini Waluyo melakukan simulasi model ekonomi makro pembiayaan defisit anggaran. Model ini bersifat *small open macroeconomic model* yang menitikberatkan pada sisi keuangan negara. Model yang dispesifikasikan dalam kerangka keseimbangan *aggregate demand* dan *aggregate supply*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari Statistik Indonesia (BPS), Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (Bank Indonesia), Nota Keuangan dan RAPBN (Kementerian Keuangan), dan *International Finance Statistic Year Books* (IMF). Dalam penelitian ini digunakan data kapital stok yang telah diestimasi oleh Wicaksono *et al.* (2002 dan 2003) dan Yudanto *et al.* (2004). Data pembiayaan luar negeri (utang pemerintah neto) berasal dari neraca pembayaran yang dinyatakan dalam US\$. Data investasi dan konsumsi sektor pemerintah sebagai jumlah pengeluaran pemerintah setelah ditambah transfer (subsidi dan pembayaran cicilan pokok dan bunga utang) tidak tersedia dengan mudah. Konsumsi pemerintah digunakan proksi variabel dengan menjumlahkan belanja pegawai, barang dalam negeri dan luar negeri, dana alokasi umum (DAU), dana otonomi khusus dan penyeimbang, dan pengeluaran rutin lainnya. Investasi pemerintah diproksi dengan menggunakan penjumlahan pembiayaan dalam rupiah, bantuan proyek, dana bagi hasil, dan dana alokasi khusus (DAK), sedangkan pembayaran transfer terdiri dari pembayaran bunga utang dalam/luar negeri dan subsidi (migas dan non migas).

Metode simulasi yang digunakan yaitu *stochastic simulation* dengan menggunakan algoritma *ex-*

tended Newton. Metode ini dipilih karena lebih *powerfull* dibandingkan metode simulasi deterministik (Pyndick, 1988). Hasil penelitian menunjukkan pembiayaan defisit anggaran dengan menggunakan utang luar negeri, melalui bank sentral dan bank umum berdampak meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan bersifat *inflationary*. Secara umum, kebijakan menaikkan *tax effort* dan mengurangi subsidi BBM merupakan kebijakan yang paling tepat karena dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan relatif tidak bersifat *inflationary*. Pembiayaan dengan menggunakan utang luar negeri harus berhati-hati karena stok utang luar negeri Indonesia sangat besar, sehingga rawan terhadap fluktuasi nilai tukar, dan bersifat *inflationary*. Kebijakan moneter dengan menaikkan cadangan minimum bank umum sangat efektif mengurangi tingkat inflasi.

Lozano (2008) meneliti hubungan antara defisit anggaran, pertumbuhan uang, dan inflasi di Kolombia. Dalam penelitian ini Lozano menggunakan definisi uang dalam arti paling sempit (*M0 base*), standar (M1), dan dalam arti luas (M3). Dengan menggunakan *Vector Error Correction* (VEC) model dan menggunakan data kuartalan selama 25 tahun, penelitian ini membuktikan adanya hubungan erat antara inflasi dan pertumbuhan uang di satu sisi, dan hubungan antara pertumbuhan uang dan defisit anggaran di sisi lain. Hubungan kausalitas antara defisit anggaran, pertumbuhan uang, dan inflasi dapat bervariasi tergantung pada derajat independensi bank sentral dan jenis kebijakan fiskal yang dilakukan oleh pemerintah. Simpulan hasil penelitian ini adalah hipotesis Sargent dan Wallace (SW-H) dapat menjadi pendekatan yang sesuai dengan dinamika variabel-variabel yang diteliti di Kolombia pada tahun 1980. SW-H menitikberatkan kausalitas defisit anggaran terhadap pertumbuhan uang dan pertumbuhan uang terhadap inflasi.

Brender dan Drazen (2008) meneliti bagaimana pengaruh defisit anggaran dan pertumbuhan ekonomi terhadap prospek pemerintah (inkumben) dapat terpilih kembali. Penelitian ini menguji permasalahan di atas di 74 negara dari tahun 1960 sampai 2003. Penelitian ini menunjukkan tidak terdapat bukti bahwa defisit anggaran dapat membantu inkumben untuk terpilih kembali baik di negara berkembang dan negara maju, demokrasi lama dan baru, negara dengan sistem pemilihan yang berbeda, dan negara dengan tingkatan

demokrasi yang berbeda. Di negara maju dan dan dalam demokrasi lama, defisit mengurangi kesempatan pemimpin untuk terpilih kembali. Pertumbuhan PDB riil per kapita yang semakin tinggi akan meningkatkan peluang untuk terpilih kembali – hanya untuk negara sedang berkembang dan dalam demokrasi yang baru. Di negara maju, pemilih lebih menghargai pemerintah yang dapat mencapai tingkat inflasi yang rendah. Dampak ini tidak hanya mempunyai signifikansi secara statistik tetapi secara kuantitatif juga substansial.

Pahlavani dan Saleh (2009) melakukan penelitian di Filipina, permasalahan yang diteliti adalah ketidakseimbangan defisit anggaran dan transaksi berjalan di negara maju dan negara sedang berkembang. Penelitian ini bertujuan menguji proposisi Keynesian dan hipotesis Ricardian equivalence dengan penekanan pada kausalitas antara defisit anggaran dan transaksi berjalan di Filipina. Data yang digunakan adalah data dari tahun 1970–2005. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya kausalitas antara defisit anggaran dan transaksi berjalan.

Algifari (2009) melakukan penelitian terhadap perekonomian Indonesia berdasarkan data defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi tahun 1990-2007 dengan *partial adjustment model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa defisit anggaran pemerintah berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi pada periode yang sama dan berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi pada periode berikutnya. Pada saat perekonomian mengalami krisis, defisit anggaran pemerintah merupakan kebijakan yang dipilih oleh banyak negara untuk menggairahkan perekonomian. Menurut Abimanyu (2005), defisit anggaran pemerintah merupakan stimulus fiskal yang bersifat ekspansif. Perekonomian yang berada pada kondisi kelesuan, yang ditunjukkan oleh menurunnya, memerlukan kebijakan fiskal ekspansif untuk mendorong pertumbuhan ekonomi.

Otadipo dan Akinbobola (2011) meneliti hubungan kausalitas antara dua variabel yaitu defisit anggaran dan inflasi di Nigeria. Penelitian ini menguji bukti empiris defisit anggaran dalam menstimulasi pertumbuhan ekonomi melalui inflasi di Nigeria. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data tingkat inflasi, nilai tukar, produk domestik bruto dan defisit anggaran dikumpulkan dari buletin statistik dan laporan tahunan yang diterbitkan

oleh bank sentral Nigeria dan *International Financial Statistics* (IFS) yang diterbitkan oleh IMF. Alat uji yang digunakan adalah uji kausalitas Granger. Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya hubungan kausalitas antara inflasi dan defisit anggaran. Hubungan kausalitas terdapat pada hubungan antara defisit anggaran terhadap inflasi. Berdasarkan hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan satu arah defisit anggaran terhadap inflasi di Nigeria. Selain itu, penelitian ini juga menunjukkan adanya pengaruh defisit anggaran terhadap inflasi dan secara tidak langsung melalui fluktuasi nilai tukar dalam perekonomian Nigeria.

Krisis ekonomi yang mengancam perekonomian dunia memaksa para pemimpin dunia yang tergabung dalam kelompok 20 negara (G20) melakukan pertemuan untuk membahas cara mengatasi krisis tersebut secara bersama-sama. Salah satu rekomendasi yang dihasilkan adalah skema pemulihan ekonomi melalui stimulus fiskal. Pengalaman yang baik sebagai bukti efektivitas kebijakan stimulus fiskal adalah yang dilakukan oleh pemerintah Indonesia pada tahun 2009 dengan mengalokasikan dana sebesar Rp73,3 triliun atau sekitar 1,4% dari Produksi Domesitik Bruto (PDB) Indonesia yang berakibat defisit anggaran pemerintah pada tahun tersebut meningkat dari 0,1% dari PDB pada tahun 2008 menjadi 1,6% dari PDB pada tahun 2009. Pada tahun 2009 tersebut perekonomian Indonesia terhindar dari krisis ekonomi global dan mampu menciptakan pertumbuhan ekonomi sebesar 4,5%.

Tujuan penelitian ini adalah menguji pengaruh defisit anggaran pemerintah Indonesia terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Model yang digunakan adalah model regresi kuadrat terkecil biasa (*ordinary least square/OLS*) dan model koreksi kesalahan (*error correction mechanism/ECM*) sebagai sarana untuk memperoleh model keseimbangan jangka pendek dan keseimbangan jangka panjang.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Peraturan Pemerintah RI Nomor 23 Tahun 2003 mendefinisikan defisit anggaran pemerintah sebagai selisih kurang antara pendapatan negara dan belanja negara dalam tahun anggaran yang sama. Besarnya defisit ditentukan dalam persentase terhadap PDB pada tahun anggaran yang bersangkutan. Dengan

menggunakan cara tersebut dapat diperoleh gambaran beban utang yang dimiliki pemerintah terhadap pendapatan nasional. Defisit anggaran pemerintah ditentukan tidak boleh melebihi 3% dari PDB. Pertumbuhan ekonomi adalah persentase kenaikan produksi domestik bruto. PDB merupakan penjumlahan nilai produksi akhir dari 9 lapangan usaha, yaitu Pertanian, Pertambangan dan Penggalian, Industri Pengolahan, Listrik, Gas, dan Air Bersih, Bangunan, Perdagangan, Hotel, dan Restoran, Pengangkutan dan Komunikasi, Keuangan, Persewaan, dan Jasa Perusahaan, dan Jasa-jasa.

Beberapa penelitian empiris telah banyak dilakukan untuk mengetahui pengaruh defisit anggaran pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi. Saleh (2002), meneliti hubungan antara defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi Indonesia menggunakan data tahun 1969-1997. Hasil penelitian menunjukkan bahwa defisit anggaran pemerintah yang dibiayai menggunakan utang luar negeri tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dan konsumsi rumahtangga. Eisner (1989) melakukan penelitian pada ekonomi Amerika Serikat menggunakan data defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi 1956-1983 dan memperoleh simpulan bahwa defisit anggaran pemerintah berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Waluyo (2005) dalam penelitiannya terhadap perekonomian Indonesia menggunakan data tahun 1970-2004 menyimpulkan bahwa defisit anggaran pemerintah yang dibiayai dengan pinjaman luar negeri berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi.

Simpulan yang berbeda tentang pengaruh defisit anggaran pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi disebabkan oleh perbedaan tempat, data, dan model yang digunakan. Penelitian ini dilakukan menggunakan data dan model yang berbeda. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data tentang defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi tahun 1985-2009. Model yang digunakan adalah model regresi biasa (*ordinary least square/OLS*) dengan melakukan identifikasi terhadap model keseimbangan jangka pendek dan keseimbangan jangka panjang. Model yang digunakan adalah model regresi linear sederhana. Hubungan antara variabel yang dipengaruhi (Y) dengan yang mempengaruhi (X) dinyatakan dalam persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i \quad : i = 1, 2, 3, \dots, N$$

β_0 : konstanta

β_1 : koefisien regresi X

ε_i : *error terms*

N : banyaknya anggota populasi

Persamaan regresi $Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i$ merupakan persamaan regresi populasi. Persamaan regresi populasi akan ditaksir dengan menggunakan persamaan regresi sampel yang ditunjukkan sebagai berikut:

$$Y_i' = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i \quad : i = 1, 2, 3, \dots, n$$

Y_i' : penaksir untuk Y

β_0 : penaksir untuk b_0

β_1 : penaksir untuk b_1

ε_i : residual

n : banyaknya anggota sampel

Persamaan regresi estimasi yang baik adalah persamaan regresi yang memiliki kesalahan estimasi yang paling kecil. Untuk memperoleh persamaan regresi estimasi yang memiliki kesalahan estimasi yang paling kecil digunakan metode *ordinary least square* (OLS). Prinsip OLS menyatakan bahwa untuk mendapatkan persamaan regresi perlu penaksir β_0 dan β_1 yang menghasilkan S_u minimum, sehingga persamaan regresi estimasi akan mendekati persamaan regresi yang sesungguhnya (Nachrowi, 2006). Penaksir β_0 dan β_1 haruslah bersifat linear, tidak bias, dan efisien. Teorima Gauss-Markov menyatakan bahwa untuk memperoleh persamaan regresi yang memiliki sifat *Best Linear* dan *Unbias Estimator* (BLUE) diperlukan beberapa persyaratan, yaitu 1) $E(\mu_i | X_i) = 0$ yang artinya nilai harapan dari setiap kesalahan yang berkaitan dengan X tertentu sama dengan nol (Gujarati, 2009). Hal ini menunjukkan bahwa μ_i yang mewakili semua variabel untuk mempengaruhi Y tetapi tidak dimasukkan dalam model tidak berpengaruh secara sistematis; 2) $Cov(\mu_i, \mu_j) = 0$ artinya tidak terdapat korelasi antara kesalahan pada pengamatan yang satu dengan kesalahan pada pengamatan yang lain (*non autocorrelation*), dan 3) $Var(\mu_i) = \sigma^2$ yang artinya varians μ_i untuk setiap pengamatan (X_i) bersifat konstan yang nilainya sama dengan σ^2 (homoskedastisitas). Model regresi linier sederhana digunakan untuk

melakukan identifikasi terhadap model keseimbangan jangka pendek dan keseimbangan jangka panjang hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan defisit anggaran pemerintah.

Langkah pertama yang dilakukan dalam penelitian ini adalah menguji distribusi data. Model regresi linear sederhana termasuk ke dalam statistika parametrik yang mensyaratkan data yang dianalisis berdistribusi normal. Untuk uji normalitas model regresi estimasi diperlukan nilai residual setiap pengamatan. Nilai residual tersebut disyaratkan berdistribusi normal. Alat analisis yang digunakan adalah uji normalitas Kosmogorov-Smirnov (K-S) Test. Dalam K-S Test, hipotesis nol menyatakan bahwa residual (*error*) berdistribusi normal. Nilai statistik uji K-S ditentukan dengan rumus:

$$D = \max_{1 \leq i \leq N} \left(F(Y_i) - \frac{i-1}{N}, \frac{i}{N} - F(Y_i) \right)$$

F merupakan fungsi kumulatif distribusi yang akan diuji dan harus berupa distribusi kontinu dan D adalah nilai hitung uji K-S. Jika nilai hitung uji K-S lebih besar daripada nilai kritis K-S, maka hipotesis nol ditolak, artinya data yang diamati tidak berdistribusi normal. Sebaliknya jika nilai hitung uji K-S lebih kecil daripada nilai kritis K-S, maka hipotesis nol diterima, artinya data yang diamati tidak berdistribusi normal. Keputusan menolak atau menerima hipotesis nol juga dapat dilakukan dengan membandingkan antara besarnya probabilitas (*p-value*) nilai hitung K-S dengan tingkat signifikansi (α) yang digunakan. Keputusan pengujian menolak hipotesis nol jika besarnya probabilitas (*p-value*) nilai hitung K-S lebih kecil daripada tingkat signifikansi (α) yang digunakan dan pengujian memperoleh simpulan bahwa data yang diamati tidak berdistribusi normal.

Langkah berikutnya adalah membuat model regresi estimasi menggunakan model OLS, kemudian menguji signifikansi dari koefisien regresi estimasi. Hipotesis nol pada pengujian ini menyatakan bahwa variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen ($\beta_1 = 0$). Pengujian terhadap koefisien regresi dilakukan dengan membandingkan antara nilai uji t dengan nilai kritis t pada α tertentu. Jika nilai uji t lebih besar daripada nilai kritis t, keputusan pada pengujian tersebut menolak hipotesis nol, artinya variabel independen berpengaruh terhadap variabel

dependen. Sebaliknya jika nilai uji t lebih kecil daripada nilai kritis t, keputusan pada pengujian tersebut menerima hipotesis nol, artinya variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Analisis dilanjutkan dengan melakukan pengujian terhadap keseimbangan model estimasi yang diperoleh untuk mengetahui apakah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen dalam model estimasi tersebut merupakan model keseimbangan jangka pendek atau model keseimbangan jangka panjang. Pengujian statistik untuk mengetahui model keseimbangan antarvariabel yang diamati menggunakan uji Unit Root. Model regresi estimasi yang memiliki Unit Root menunjukkan bahwa model tersebut berasal dari data yang tidak stasioner. Model keseimbangan membutuhkan data yang stasioner. Model regresi yang berasal dari data yang tidak stasioner menunjukkan bahwa model regresi estimasi tersebut tidak valid.

Model regresi estimasi yang berasal dari data yang tidak stasioner (memiliki Unit Root), pengujian selanjutnya dilakukan terhadap stasioneritas residualnya. Jika pada suatu model regresi estimasi terdapat Unit Root (tidak stasioner), sementara residualnya stasioner (tidak memiliki Unit Root) menunjukkan bahwa antarvariabel yang diamati terjadi kointegrasi. Model regresi estimasi di mana antarvariabel berkointegrasi menunjukkan bahwa model estimasi tersebut merupakan model keseimbangan jangka pendek. Untuk memperoleh model keseimbangan jangka panjang dilakukan melalui mekanisme koreksi kesalahan (*error correction mechanism*).

Data yang digunakan untuk membuktikan hipotesis adalah data *time series*, yaitu sekumpulan nilai variabel yang diambil pada waktu yang berbeda. Penggunaan data *time series* dalam penelitian dengan model regresi mengandung beberapa permasalahan, di antaranya adalah masalah otokorelasi. Otokorelasi terjadi apabila ada korelasi antara residual suatu pengamatan dengan residual pada pengamatan berikutnya. Masalah otokorelasi ini yang menyebabkan data menjadi tidak stasioner. Model regresi estimasi yang dihasilkan dari data yang tidak stasioner merupakan model regresi palsu. Hasil pengujian terhadap koefisien regresi yang signifikan dan nilai koefisien determinasi yang tinggi, namun hubungan kausalitas antara kedua variabel tersebut tidak

didukung oleh teori merupakan karakteristik dari model regresi palsu. Data yang bersifat stasioner ditunjukkan oleh nilai rata-rata dan standar deviasi tidak mengalami perubahan secara sistematis sepanjang waktu. (Nachrowi, 2006).

Pengujian terhadap stasioneritas data dilakukan dengan uji unit root dikenalkan oleh David Dickey dan Wayne Fuller yang disebut *Augmented Dickey-Fuller Test* (ADF Test). Suatu model regresi estimasi yang memiliki unit root menunjukkan bahwa model regresi tersebut diperoleh dari data yang tidak stasioner. Model regresi ADF Test adalah

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Hipotesis nol menyatakan bahwa $\delta = 0$ yang menunjukkan bahwa model regresi memiliki unit root. Dengan kata lain data yang diuji tidak stasioner. Model regresi yang diperoleh dari variabel independen dan variabel dependen yang stasioner (model tidak memiliki unit root) menunjukkan bahwa model tersebut merupakan model keseimbangan jangka pendek. Jika suatu model regresi memiliki unit root, pengujian selanjutnya dilakukan terhadap residualnya. Variabel dalam model regresi yang tidak stasioner dapat saja menghasilkan model regresi yang residualnya stasioner. Kondisi ini disebut kedua variabel yang diamati berkointegrasi. Model regresi di mana residualnya stasioner (kedua variabel yang diamati berkointegrasi) menunjukkan bahwa model tersebut merupakan model regresi keseimbangan jangka panjang.

Model regresi dari variabel yang tidak stasioner namun memiliki residual yang stasioner merupakan model keseimbangan jangka panjang. Model regresi estimasi jangka pendek dapat diperoleh dari model regresi estimasi jangka panjang melalui *error correction mechanism* (ECM). ECM merupakan proses rekonsiliasi perilaku jangka pendek dengan perilaku jangka panjangnya (Gujarati, 2003).

Model regresi $Y_i = \beta_0 + \beta_1 X + \mu_i$ dapat diubah menjadi $\mu_i = Y_i - \beta_0 + \beta_1 X$. μ_i dapat juga disebut kesalahan keseimbangan. Besaran ini yang akan digunakan untuk menghubungkan antara perilaku jangka pendek dan perilaku jangka panjang (Nuchrowi,

2006). Model koreksi kesalahan untuk mengetahui hubungan antara variabel Y dan variabel X adalah $DY = \gamma_0 + \gamma_1 X + \gamma_2 \mu_{t-1} + \varepsilon_t$. Jika koefisien regresi μ_{t-1} tidak signifikan ($\gamma_1 = 0$) menunjukkan bahwa kesalahan keseimbangan tidak berpengaruh terhadap nilai Y. Dengan kata lain nilai variabel Y menyesuaikan perubahan nilai X pada periode yang sama.

Langkah yang dilakukan dalam penelitian ini adalah menguji distribusi data. Sesuai dengan yang disyaratkan dalam model OLS adalah data yang dianalisis berdistribusi normal. Alat analisis yang digunakan adalah uji normalitas Kosmogorov-Smirnov. Langkah berikutnya adalah membuat model regresi estimasi menggunakan model OLS, kemudian menguji signifikansi dari koefisien regresi defisit anggaran belanja pemerintah. Untuk memperoleh model keseimbangan pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah dilakukan pengujian terhadap stasioner data pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran belanja pemerintah. Model keseimbangan jangka pendek pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah mensyaratkan data kedua variabel tersebut adalah stasioner sepanjang periode penelitian. Jika terdapat data yang tidak stasioner, maka perlu dilakukan pengujian terhadap stasioneritas residual. Residual yang stasioner pada model regresi estimasi variabel yang datanya tidak stasioner menunjukkan bahwa kedua variabel yang diamati terkonintegrasi. Model regresi estimasi yang memiliki residual stasioner menunjukkan model regresi estimasi jangka panjang. Alat analisis untuk menguji stasioneritas data dan residual menggunakan uji *unit root* ADF Test. Model regresi estimasi jangka pendek dapat diperoleh dari model regresi estimasi jangka panjang melalui *error correction mechanism* (ECM). ECM merupakan proses rekonsiliasi perilaku jangka pendek dengan perilaku jangka panjangnya (Gujarati, 2003).

HASIL PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh model keseimbangan antara defisit anggaran belanja pemerintah dan pertumbuhan ekonomi. Untuk memperoleh model yang diinginkan menggunakan metode kuadrat terkecil yang tergolong ke dalam statistika inferens. Salah satu syarat yang harus dipenuhi menggunakan metode tersebut adalah data yang diamati berdistribusi normal. Oleh karena itu, sebelum meregres defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi, data yang digunakan diuji normalitasnya. Salah satu alat analisis untuk mengetahui normalitas distribusi suatu data adalah uji Kolmogorov-Smirnov (K-S Test). Hasil pengolahan data defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi Indonesia 1985-2009 diperoleh nilai statistik uji K-S seperti pada Tabel 1 berikut ini:

Tabel 1
Uji Normalitas Kosmogorov-Smirnov

Variabel	Statistik	
	K-S Z	Sig.
Def	0,998	0,272
Grw	1,355	0,051

Nilai signifikansi pada pengujian Kosmogorov-Smirnov untuk defisit anggaran pemerintah dan nilai signifikansi untuk pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 1985 sampai dengan tahun 2009 berturut-turut adalah sebesar 0,272 dan 0,051. Model regresi estimasi pertumbuhan ekonomi Indonesia sebagai variabel dependen dan defisit anggaran belanja pemerintah sebagai variabel independen dengan menggunakan metode kuadrat terkecil biasa (OLS) ditunjukkan oleh nilai statistik yang terdapat pada Tabel 2 berikut ini.

Tabel 2
Model Regresi Estimasi Pertumbuhan Ekonomi dan Defisit Anggaran Pemerintah

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.013139	1.466898	2.735800	0.0118
DEF	0.213288	0.327211	0.651835	0.5210
R-squared	0.018138	F-statistic		0.424889
Adjusted R-squared	-0.024551	Prob(F-statistic)		0.520969
Durbin-Watson stat	1.397989			

Berdasar hasil perhitungan diperoleh nilai probabilitas (Prob.) koefisien regresi defisit anggaran belanja pemerintah (DEF) sebesar 0,5210. Besarnya koefisien determinasi pada model regresi estimasi tersebut adalah sebesar 0,018138, sedangkan besarnya nilai uji Durbin-Watson adalah sebesar 1,397989. Nilai-nilai statistik tersebut akan digunakan untuk mengidentifikasi pengaruh defisit anggaran pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi. Besarnya koefisien determinasi untuk mengetahui variasi pertumbuhan ekonomi yang dapat dijelaskan oleh defisit anggaran belanja pemerintah. Nilai uji Durbin-Watson digunakan untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya masalah otokorelasi dalam model regresi estimasi yang dihasilkan.

Model regresi estimasi yang akan dibangun dari data runtut waktu menggunakan metode OLS mensyaratkan tidak adanya masalah otokorelasi. Salah satu alat analisis untuk menguji stasioneritas data

adalah dengan uji *unit root* ADF Test. Uji ADF pada data defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam masa periode 1985 sampai dengan 2009 diperoleh nilai statistik seperti pada Tabel 2a dan Tabel 2b berikut ini:

Nilai statistik uji ADF untuk pertumbuhan ekonomi Indonesia 1985-2009 pada Tabel 2a menunjukkan nilai probabilitas (Prob.) adalah 0,0173 dan nilai statistik uji ADF untuk defisit anggaran pemerintah Indonesia 1985-2009 pada Tabel 2b menunjukkan nilai probabilitas (Prob.) adalah 0,4942. Nilai uji ADF ini akan digunakan untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya unit root pada data defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi 1985-2009. Jika data defisit anggaran pemerintah Indonesia 1985-2009 memiliki unit root menunjukkan bahwa data defisit anggaran pemerintah Indonesia dan pertumbuhan ekonomi dalam periode tersebut adalah tidak stasioner.

Tabel 2a
Uji ADF Pertumbuhan Ekonomi

Null Hypothesis: GRW has a unit root
Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.493658	0.0173
Test critical values: 1% level	-3.737853	
5% level	-2.991878	
10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) *one-sided p-values*.

Tabel 2b
Uji ADF Defisit Anggaran Pemerintah

Null Hypothesis: DEF has a unit root
Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.545156	0.4942
Test critical values: 1% level	-3.737853	
5% level	-2.991878	
10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) *one-sided p-values*.

Data yang tidak stasioner akan menghasilkan model estimasi yang kurang baik. Model regresi yang dihasilkan dari data yang tidak stasioner perlu dilakukan pengujian kemungkinan adanya kointegrasi antara pertumbuhan ekonomi dengan defisit anggaran pemerintah. Untuk mengetahui apakah pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah terintegrasi dapat dilakukan melalui pengujian stasioneritas residual dari model estimasinya. Jika residual model estimasi stasioner maka dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah terintegrasi. Tabel 3 berikut ini hasil pengolahan uji kointegrasi antara pertumbuhan ekonomi dengan defisit anggaran pemerintah.

Nilai statistik uji ADF untuk residual model estimasi pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah Indonesia 1985-2009 pada Tabel 3 menunjukkan nilai probabilitas (Prob.) adalah 0,0171. Nilai statistik uji ADF ini akan digunakan untuk

mengidentifikasi adanya kointegrasi antara defisit anggaran belanja pemerintah dengan pertumbuhan ekonomi dalam periode 1985-2009. Model regresi estimasi pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah yang dihasilkan menunjukkan model keseimbangan jangka panjang. Mekanisme koreksi kesalahan dilakukan untuk merekonsiliasi perilaku jangka pendek dengan perilaku jangka panjangnya. Tabel 4 berikut ini hasil perhitungan untuk memperoleh model koreksi kesalahan.

Hasil regresi model koreksi kesalahan memiliki koefisien residual (*error*) dengan nilai probabilitas 0,0021. Nilai statistik ini akan digunakan untuk mengetahui apakah kesalahan keseimbangan dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi pada model regresi estimasi. Besarnya koefisien regresi residual akan digunakan untuk mengetahui tingkat persentase penyesuaian menuju keseimbangan pada periode berikutnya.

Tabel 3
Uji ADF Residual

Null Hypothesis: resid has a unit root
Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.497882	0.0171
Test critical values: 1% level	-3.737853	
5% level	-2.991878	
10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) *one-sided p-values*.

Tabel 4
Model Koreksi Kesalahan Pertumbuhan Ekonomi dan Defisit Anggaran Pemerintah

Dependent Variable: D(GRW)
Method: Least Squares
Sample(adjusted): 1986 2009
Included observations: 24 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.058835	0.834699	0.070486	0.9445
D(DEF)	-0.180854	0.524736	-0.344658	0.7338
Resid(-1)	-0.766312	0.218962	-3.499746	0.0021
R-squared	0.386538	F-statistic		6.615964
Adjusted R-squared	0.328113	Prob(F-statistic)		0.005913
Durbin-Watson stat	1.931161			

PEMBAHASAN

Pengujian pertama dilakukan untuk mengidentifikasi bentuk distribusi data penelitian. Data yang digunakan dalam penelitian disyaratkan berdistribusi normal. Berdasarkan hasil perhitungan diperoleh nilai signifikansi pada pengujian Kosmogorov-Smirnov untuk defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 1985 sampai dengan tahun 2009 sebesar 0,272 untuk variabel defisit dan 0,051 untuk variabel pertumbuhan yang nilainya lebih besar daripada 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa dengan tingkat signifikansi 5% dapat disimpulkan data defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi dalam periode 1985 sampai dengan 2009 berdistribusi normal.

Model regresi estimasi pertumbuhan ekonomi Indonesia sebagai variabel dependen dan defisit anggaran belanja pemerintah sebagai variabel independen dengan menggunakan metode kuadrat terkecil biasa (OLS). Berdasarkan hasil perhitungan diperoleh nilai probabilitas (Prob.) koefisien regresi defisit anggaran belanja pemerintah (DEF) sebesar 0,5210. Dengan tingkat signifikansi 5%, pengujian hipotesis nol yang menyatakan bahwa defisit anggaran belanja pemerintah tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi diterima. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa defisit anggaran belanja pemerintah tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi.

Simpulan yang baik berasal dari model estimasi yang baik pula. Model yang baik harus memenuhi asumsi yang diperlukan model tersebut. Hasil perhitungan menunjukkan nilai *R-squared* yang rendah, yaitu sebesar 0,018138 menunjukkan bahwa hanya sekitar 1,8 persen variasi pertumbuhan ekonomi yang dapat dijelaskan oleh defisit anggaran belanja pemerintah. Sementara yang tidak mampu dijelaskan sangat besar, yaitu 98,2 persen. Nilai uji F yang sangat rendah, yaitu 0,424889 dan nilai probabilitas yang tinggi, yaitu 0,52096 menunjukkan bahwa model tersebut tidak cukup mampu menjelaskan variasi pertumbuhan ekonomi Indonesia. Nilai Durbin-Watson stat sebesar 1,397989 yang relatif rendah mengindikasikan adanya masalah otokorelasi dalam model regresi estimasi yang dihasilkan. Berdasar semua nilai statistik yang dihasilkan dapat disimpulkan bahwa model estimasi yang diperoleh tidak cukup baik untuk membuat

kesimpulan secara statistik

Model regresi estimasi yang akan dibangun dari data runtut waktu menggunakan metode OLS mensyaratkan tidak adanya masalah otokorelasi. Masalah otokorelasi ini sering muncul pada data yang tidak stasioner. Sekumpulan data dinyatakan stasioner jika nilai rata-rata dan varians dari data runtut waktu tersebut tidak mengalami perubahan secara sistematis sepanjang waktu. Model estimasi dari data yang tidak stasioner mengakibatkan model estimasi tersebut kurang baik (Nachrowi dan Usman: 340). Dengan demikian untuk memperoleh model estimasi antara defisit anggaran pemerintah dan pertumbuhan ekonomi Indonesia perlu dilakukan pengujian terhadap stasioneritas data. Salah satu alat analisis untuk menguji stasioneritas data adalah dengan uji *unit root* ADF Test.

Nilai statistik uji ADF untuk pertumbuhan ekonomi Indonesia 1985-2009 pada Tabel 2.a menunjukkan nilai probabilitas (Prob.) adalah 0,0173. Pada tingkat signifikansi 5%, pengujian unit root menolak hipotesis nol yang menyatakan bahwa data pertumbuhan ekonomi Indonesia 1985-2009 memiliki unit root ditolak. Hal ini berarti data tersebut tidak memiliki unit root. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam periode tersebut adalah stasioner. Nilai statistik uji ADF untuk defisit anggaran pemerintah Indonesia 1985-2009 pada Tabel 2b menunjukkan nilai probabilitas (Prob.) adalah 0,4942. Pada tingkat signifikansi 5%, pengujian unit root menerima hipotesis nol yang menyatakan bahwa data defisit anggaran pemerintah Indonesia 1985-2009 memiliki unit root diterima. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data defisit anggaran pemerintah Indonesia dalam periode tersebut adalah tidak stasioner.

Data yang tidak stasioner akan menghasilkan model estimasi yang kurang baik. Hasil pengujian stasioneritas data menunjukkan data pertumbuhan ekonomi stasioner pada level, sedangkan data defisit anggaran belanja pemerintah tidak stasioner. Model regresi yang dihasilkan dari data yang tidak stasioner perlu dilakukan pengujian kemungkinan adanya kointegrasi antara pertumbuhan ekonomi dengan defisit anggaran pemerintah. Kointegrasi maksudnya adalah walaupun variabel dalam model regresi secara individual tidak stasioner, kombinasi linear di antara dua atau lebih

data runtut waktu dapat stasioner (Gujarati, hal. 830). Untuk mengetahui apakah pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah terkointegrasi dapat dilakukan melalui pengujian stasioneritas residual dari model estimasinya. Jika residual model estimasi stasioner maka dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah terkointegrasi. Nilai statistik uji ADF untuk residual model estimasi pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah Indonesia 1985-2009 menunjukkan nilai probabilitas (Prob.) adalah 0,0171. Pada tingkat signifikansi 5%, pengujian unit root menolak hipotesis nol yang menyatakan bahwa residual memiliki unit root ditolak. Hal ini berarti data tersebut tidak memiliki unit root. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa residual model estimasi pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah Indonesia dalam periode tersebut adalah stasioner. Residual model estimasi pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah Indonesia dalam periode stasioner menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah terkointegrasi. Kointegrasi dua atau lebih data runtut waktu menunjukkan hubungan keseimbangan jangka panjang di antara variabel-variabel tersebut (Gujarati, 830). Adanya kointegrasi antara pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah menunjukkan bahwa model regresi yang diperoleh dengan OLS bukan merupakan *spurious regression*.

Model regresi estimasi pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah yang dihasilkan menunjukkan model keseimbangan jangka panjang. Mekanisme koreksi kesalahan dilakukan untuk merekonsiliasi perilaku jangka pendek dengan perilaku jangka panjangnya. Hasil regresi model koreksi kesalahan memiliki koefisien residual (*error*) yang signifikan (prob. = 0,0021) pada tingkat 1%. Hal ini menunjukkan bahwa kesalahan keseimbangan dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Penyesuaian satu periode berikutnya untuk menuju keseimbangan jangka panjang sangat berarti, karena nilai koefisiennya 76,6%.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian tentang pengaruh defisit anggaran belanja pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi telah banyak dilakukan di berbagai negara. Hasil penelitian menunjukkan kesimpulan yang beragam. Penelitian ini dilakukan menggunakan data pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran belanja pemerintah tahun 1985-2009 dengan model OLS dan ECM. Simpulan yang diperoleh adalah 1) Model regresi estimasi OLS tidak berhasil membuktikan bahwa defisit anggaran pemerintah berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia. Hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas koefisien regresi estimasi yang besar, yaitu 0,5210; 2) Pada model regresi OLS, data pertumbuhan ekonomi tidak memiliki *unit root* (data stasioner), namun data defisit anggaran pemerintah memiliki *unit root* (data tidak stasioner); 3) Model regresi OLS menghasilkan residual yang stasioner, sehingga dapat diketahui bahwa dalam model regresi OLS antara pertumbuhan ekonomi dan defisit anggaran pemerintah terkointegrasi; dan 4) *Error correction mechanism* digunakan untuk melakukan rekonsiliasi antara keseimbangan jangka panjang dan jangka pendek. Persamaan regresi estimasi yang dihasilkan melalui koreksi kesalahan juga tidak mampu membuktikan bahwa defisit anggaran pemerintah berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas koefisien regresi estimasi yang besar, yaitu 0,7338.

Saran

Penelitian ini menggunakan data defisit anggaran belanja pemerintah yang diukur dari persentase defisit anggaran pemerintah terhadap produksi domestik bruto. Model regresi estimasi yang digunakan adalah model kuadrat terkecil biasa. Data yang digunakan relatif sedikit, yaitu tahun 1985-2009. Saran untuk penelitian yang akan datang adalah periode penelitian dilakukan lebih lama dan variabel defisit anggaran pemerintah menggunakan data nominal. Model yang digunakan adalah model semi-log. Penggunaan data dan model yang berbeda dapat dilakukan uji konsistensi (*robust*) hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari. 1997. *Analisis Regresi*, BPFE UGM.
- _____. 2007. "Pengaruh Defisit Anggaran Pemerintah terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 3, No. 3, Nopember 2009:193-201.
- Brauninger, Michael. 2002. "The Budget Deficit, Public Debt and Endogenous Growth". *Working Paper*. Universitas der Bundeswehr, Hamburg.
- Brender, Adi and Allan Drazen. 2008. "How Do Budget Deficit and Economic Growth Affect Reelection Prospects? Evidence from a Large Panel of Countries". *Working Paper*, University of Maryland
- Eisner, Robert. 1989. "Budget Defisit: Rhetoric and Reality". *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 3 No. 2. *American Economic Association*.
- Gujarati, D. 2003. *Basic Econometrics*. 4th Edition. Mc.Graw-Hill, New York.
- Hyman, David N. 2005. *Public Finance: A Contemporary Application of Theory to Policy*. International Student Edition. South-Western. Ohio.
- Kunarjo. 2001. Defisit Anggaran Negara. *Majalah Perencanaan Pembangunan Edisi 23 Tahun 2001*.
- Lozano, Ignacio. 2008. "Budget Deficit, Money Growth and Inflation: Evidence from the Colombian Case". The Economics Research Department at the Central Bank of Colombia.
- Mankiw, N. Gregory. 2007. *Macroeconomics*. 6th Edition. Worth Publishers. New York.
- Maryatmo. 2004. "Dampak Moneter Kebijakan Defisit Anggaran Pemerintah dan Peranan Asa Nalar dalam Simulasi Model Makro-Ekonomi Indonesia, 1983:1-2002:4". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, September 2004.
- Oladipo, S.O. and T.O. Akinbobola. 2011. "Budget Deficit and Inflation in Nigeria: A Causal Relationship". *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Science (JETEMS)* 2 (1): 1-8
- Pahlavant, Mosayeb and Ali Salman Saleh. 2009. "Budget Deficit and Current Account Deficits in the Philipines: A Causal Relationship". *American Journal of Applied Sciences* 6 (8): 1515-1520
- Saleh, Samsubar. 2002. *Pengaruh Kebijakan Defisit Anggaran Pemerintah terhadap Perekonomian Indonesia*. Disertasi. Program Doktorat Fakultas Ekonomika dan Bisnis UGM. Tidak dipublikasikan.
- Sawitri, Hendrin H. 2006. "Dampak Defisit Anggaran Pemerintah terhadap Pertumbuhan Ekonomi". *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, Vol. 2, No, 1, Maret 2006:1-10.
- Waluyo, Joko. 2006. "Pengaruh Pembiayaan Defisit Anggaran terhadap Inflasi dan Pertumbuhan Ekonomi: Suatu Simulasi Model Ekonomi Makro Indonesia 1970 – 2003". *Kinerja*, Vol. 10, No. 1, Tahun 2006:1-22.
- www.mediaindonesia.com. Stimulus Fiskal 22 Juli 2010.

PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP TINGKAT PENGUNGKAPAN INFORMASI SOSIAL PERUSAHAAN: STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN YANG TERGOLONG *HIGH PROFILE* YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Puji Handayati

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Malang
Jalan Semarang Nomor 5, Malang, Jawa Timur, 65145
Telepon +62 341 551312, Fax. +62 341 551921
Email: puji226@yahoo.com

ABSTRACT

Every company has a different characteristics one another. It's shall be deemed to affect the decisions of companies' social disclosure in its annual report. The company characteristic can be seen from several factors, including company size, profitability, and leverage. This study aims to determine the effect of company characteristics in terms of company size, profitability, and leverage on the level of social disclosure in annual reports of companies partially or simultaneously. The study population is a hight profil firm listed in Indonesian Stock Exchange period 2008 and 2009, using purposive sampling the sample obtained 40 companies. The results of this study indicate that the partially only company size have positive significant influence to the social disclosure in corporate annual reports. But, simultaneously the variables company size, profitability and leverage have significant influence to social disclosure in corporate annual reports. Suggestions from this research are: further research are expected to use longer observation period in order to explain corporate social disclosure more perfectly, use research samples which is not only limited to high profile companies, and use othervariables to find new standard prediction model of corporate

social disclosure, the company management is expected to be more open in revealing the activities related to social responsibility in its annual report and the government and IAI are expected to make new policy so the disclosure of corporate social responsibility could be mandatory disclosure, considering the companies social disclosure in Indonesia still in low level.

Keywords: company characteristic, social disclosure, company size, profitability, leverage

PENDAHULUAN

Dewasa ini telah banyak tuntutan pada perusahaan untuk lebih memperhatikan sektor-sektor yang mendukung kinerja perusahaan dalam kegiatan operasinya. Tuntutan tersebut dikarenakan pengakomodasian unsur tanggungjawab sosial yang belum dijalankan oleh perusahaan dengan baik dan wajar dalam proses penilaian dampak sosial maupun dalam pelaporan. Ini dibuktikan dengan begitu banyak timbul konflik dan masalah pada industrial seperti demonstrasi dan protes yang menyiratkan ketidakpuasan. Berbagai elemen masyarakat di sekitar

lokasi pabrik merasa terganggu akibat limbah atau polusi yang timbul sehingga memberi dampak negatif terhadap lingkungan. Para buruh sering kali melakukan demo dan mogok kerja akibat kebijakan upah dan pemberian fasilitas kesejahteraan yang diterapkan perusahaan tidak mencerminkan rasa keadilan. Hubungan yang tidak selalu harmonis antara dunia usaha dengan konsumennya juga sering terjadi. Berbagai kasus, seperti biskuit beracun, makanan yang mengandung lemak babi, minuman dengan bahan pengawet yang berbahaya, bahkan pencemaran lingkungan yang akhirnya ini sering terjadi menunjukkan ketidakharmonisan hubungan tersebut. Misalnya kasus pencemaran dan perusakan lingkungan oleh PT Lapindo Brantas di Sidoarjo sehingga menyebabkan adanya luapan lumpur di sekitar perusahaan. Demikian juga dengan pencemaran lingkungan yang dilakukan PT Newmont Minahasa Raya di Buyat.

Terkait dengan tuntutan-tuntutan tersebut yang berkaitan dengan kinerja perusahaan dalam pengelolaan lingkungan hidup, maka perusahaan dituntut untuk memiliki laporan tentang lingkungan hidup, di samping laporan keuangan perusahaan yang dikeluarkan setiap tahun. Informasi pertanggungjawaban sosial tersebut dapat dijadikan alat kontrol bagi perusahaan untuk mengetahui sejauh mana tanggungjawab perusahaan terhadap lingkungan sekitarnya. Aspek pertanggungjawaban sosial ini dapat diungkapkan di dalam laporan tahunan atau dilaporkan dalam bentuk laporan pertanggungjawaban sosial perusahaan sebagai salah satu elemen laporan keuangan secara keseluruhan. Pelaporan perusahaan mengenai interaksi terhadap aspek sosial dan lingkungan dikenal dengan istilah *Corporate Social Reporting (CSR)*.

Seiring dengan perkembangan perusahaan yang semakin pesat saat ini, maka akuntansi pertanggungjawaban sosial sangat dibutuhkan oleh perusahaan-perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasinya berdasarkan karakteristiknya masing-masing. Karakteristik tersebut dapat dilihat dari beberapa faktor, seperti ukuran perusahaan, *profitabilitas*, dan *leverage*. Karakteristik tersebut dianggap dapat mempengaruhi keputusan pengungkapan sosial yang dilakukan perusahaan dalam laporan tahunannya. Melalui pengungkapan sosial pada laporan tahunan, masyarakat dapat memantau

aktivitas-aktivitas yang dilakukan perusahaan dalam rangka memenuhi tanggungjawab sosialnya. Dengan cara demikian, perusahaan akan memperoleh perhatian, kepercayaan, dan dukungan dari masyarakat sehingga perusahaan dapat tetap eksis. Selain itu, pihak investor pun akan memberi nilai tambah pada perusahaan tersebut untuk dijadikan sebagai mitra bisnis dengan melihat laporan pertanggungjawaban sosial yang dikeluarkan oleh perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan terhadap pertanggungjawaban sosial perusahaan.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Dalam pandangan klasik dikatakan bahwa tanggungjawab perusahaan pada dasarnya hanya terbatas pada usaha mencari laba maksimal. Jika perusahaan dapat mengumpulkan laba yang sebesar-besarnya tanpa memperhatikan efek sosialnya, berarti perusahaan sudah memenuhi panggilan tugasnya sebagai badan usaha. Namun, pada kenyataannya tujuan perusahaan tidak hanya mencari keuntungan semata tetapi harus pula memperhatikan pihak-pihak tertentu yang mempunyai kepentingan. Perusahaan harus melepaskan diri dari tujuan hanya mencari keuntungan dengan memperluas tanggungjawab manajemen. Perusahaan tidak hanya punya tanggungjawab ekonomi dan hukum, tetapi juga tanggungjawab tertentu terhadap sosial di luar kewajiban utamanya.

Tanggungjawab sosial perusahaan atau yang biasa disebut dengan *corporate social responsibility (CSR)* secara konseptual menyatakan bahwa organisasi memiliki sebuah tanggungjawab terhadap lingkungannya, yaitu tanggungjawab terhadap konsumennya, karyawan, pemegang saham, serikat buruh, dan lingkungan dalam segala aspek operasional perusahaan (Gorin, 2008:2). Hal senada juga diungkapkan oleh Davis (1993) yang mendefinisikan CSR sebagai kewajiban para pembuat keputusan perusahaan untuk melakukan tindakan guna melindungi dan meningkatkan kesejahteraan masyarakat menuju pada kehidupan yang lebih baik. Kedua definisi di atas diperkuat juga oleh Pujiningsih (2008:16) yang juga mengungkapkan bahwa tanggungjawab sosial perusahaan sebagai konsekuensi logis perusahaan

akibat aktivitas yang dilakukannya kepada masyarakat.

Sebuah definisi luas oleh *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) yaitu suatu asosiasi global yang terdiri dari sekitar 200 perusahaan yang secara khusus bergerak di bidang pembangunan berkelanjutan, menyatakan bahwa CSR adalah suatu komitmen berkelanjutan oleh dunia usaha untuk bertindak etis dan memberikan kontribusi kepada pengembangan ekonomi dari komunitas setempat ataupun masyarakat luas, bersamaan dengan peningkatan taraf hidup pekerjanya beserta seluruh keluarganya. Berdasarkan berbagai definisi tentang CSR, dapat disimpulkan bahwa tanggungjawab sosial merupakan bentuk kewajiban perusahaan yang dibuat oleh manajemen sebagai bentuk tanggungjawab perusahaan terhadap masyarakat, lingkungan, maupun pihak-pihak berkepentingan lainnya berkaitan dengan kegiatan dan kepedulian perusahaan terhadap lingkungan dan sosial.

Bradshaw (1993) mengemukakan bahwa berdasarkan luas pengungkapannya, ada tiga bentuk tanggungjawab sosial perusahaan yaitu 1) *corporate philanthropy*, merupakan tanggungjawab sosial perusahaan yang berada pada sebatas kedermawanan atau kerelaan belum sampai pada tanggungjawabnya. Bentuk tanggung jawab ini dapat merupakan kegiatan amal, sumbangan, atau kegiatan lain yang mungkin saja tidak langsung berhubungan dengan kegiatan perusahaan; 2) *corporate responsibility*, merupakan kegiatan pertanggungjawaban sebagai bagian tanggungjawab perusahaan baik karena ketentuan peraturan perundangan atau bagian dari kemauan atau kesediaan perusahaan; dan 3) *corporate policy*, merupakan tanggungjawab sosial perusahaan sebagai bagian dari kebijakannya. Berdasarkan klasifikasi tersebut dapat disimpulkan bahwa perusahaan melakukan tanggungjawab sosialnya karena adanya kebijakan dari perusahaan itu sendiri, baik tersusun dalam bentuk ketentuan atau peraturan perusahaan, maupun hanya sebatas gerakan moral.

Pengungkapan menurut Hendriksen dan Breda (2000:74) adalah penyediaan sejumlah informasi yang dibutuhkan untuk pengoperasian secara optimal pasar modal yang lebih luas. Pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan merupakan bentuk upaya perusahaan untuk menyajikan informasi komprehensif bagi para pemakai laporan keuangan, mengingat hal yang

diungkap akan sangat berpengaruh terhadap sikap dan keputusan yang diambil oleh para pemakai laporan keuangan. Secara sederhana, Suryani (2007:11) mengatakan bahwa pengungkapan dapat diartikan sebagai pengeluaran informasi yang disajikan dalam laporan tahunan. Secara konseptual, pengungkapan merupakan bagian integral dari pelaporan keuangan. Secara teknis, pengungkapan merupakan langkah akhir dalam proses akuntansi yaitu penyajian informasi dalam bentuk seperangkat penuh *statement* keuangan (Suwardjono, 2005:35). Informasi yang diungkapkan harus berguna dan tidak membingungkan pemakai laporan keuangan dalam membantu pengambilan keputusan ekonomi.

Security Exchange Commission (SEC) dalam Utomo (2000) mengemukakan bahwa tujuan pengungkapan Laporan Keuangan adalah untuk *protective disclosure* dan *informative disclosure*. Adapun tujuan CSR adalah untuk meningkatkan citra perusahaan dan membebaskan akuntabilitas organisasi atas dasar asumsi adanya kontrak sosial di antara organisasi dan masyarakat (Rusmanita, 2000:23). Keberadaan kontrak sosial ini menuntut dibebaskannya akuntabilitas sosial. Jadi pengungkapan sosial yang dilakukan oleh perusahaan itu bertujuan untuk melindungi investor atau untuk memberikan informasi pada para pemakai laporan keuangan atau bahkan mencakup keduanya. Untuk itulah maka pertanggungjawaban sosial perusahaan perlu diungkapkan dalam perusahaan sebagai wujud pelaporan tanggungjawab sosial kepada masyarakat. Di samping itu, untuk menunjukkan bahwa perusahaan telah melakukan kegiatan sosial, telah ikut berperan serta dalam masalah sosial, serta untuk mengevaluasi *social performance* perusahaan, karena dengan *social performance* masyarakat dapat membentuk *image* positif atau negatif.

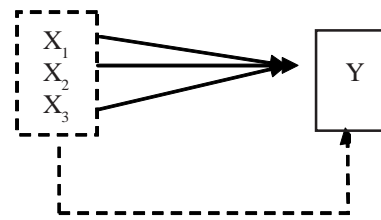
Karakteristik perusahaan dapat dilihat dari berbagai faktor, antara lain ukuran perusahaan, *profitabilitas*, dan *leverage*. Karakteristik perusahaan tersebut dianggap dapat mempengaruhi keputusan pengungkapan sosial yang dilakukan perusahaan dalam laporan tahunannya. Gray *et al.* (1995) meneliti laporan tahunan 100 perusahaan di Inggris, dimana laporan tersebut diteliti berdasarkan tipe-tipe pengungkapan dan karakteristik perusahaan baik secara tahun per tahun maupun secara total keseluruhan selama delapan

tahun. Penelitian tersebut menunjukkan hasil bahwa pengungkapan masalah lingkungan lebih kecil apabila dibandingkan dengan tipe pengungkapan yang lain. Berdasarkan penelitian secara keseluruhan dalam delapan tahun, menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk lebih banyak memiliki pengungkapan masalah sosial dalam laporan tahunannya.

Perusahaan yang berukuran lebih besar cenderung memiliki *public demand* terhadap informasi yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang berukuran kecil. Di samping itu, perusahaan besar mempunyai biaya produksi informasi yang lebih rendah yang berkaitan dengan pengungkapannya atau biaya *competitive disadvantage* yang lebih rendah pula, memiliki biaya keagenan yang lebih besar yang tentu akan mengungkapkan informasi yang lebih luas sebagai cara untuk mengurangi biaya keagenan yang dikeluarkan. Di samping itu, Fitriani (2001) membuktikan bahwa variabel *net profit margin* (NPM) mempunyai hubungan positif dengan kelengkapan pengungkapan. Jadi semakin tinggi NPM suatu perusahaan maka semakin tinggi indeks kelengkapan pengungkapannya. Berdasarkan uraian tersebut maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H₁**: ukuran perusahaan berpengaruh terhadap tingkat pengungkapan sosial dalam laporan tahunan perusahaan.
- H₂**: tingkat *profitabilitas* perusahaan berpengaruh terhadap tingkat pengungkapan sosial dalam laporan tahunan perusahaan.
- H₃**: tingkat *leverage* berpengaruh terhadap tingkat pengungkapan sosial dalam laporan tahunan perusahaan.

Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori yang bertujuan untuk menguji hubungan antarvariabel penelitian. Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh karakteristik perusahaan terhadap pengungkapan informasi sosial dalam laporan tahunan perusahaan. Karakteristik perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada ukuran perusahaan (*size*), *profitabilitas* dan tingkat *leverage*. Kerangka pengaruh variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y) dapat digambarkan sebagai berikut:



- X1 = Ukuran Perusahaan
- X2 = *Profitabilitas*
- X3 = *Leverage*
- Y = Pengungkapan Informasi sosial
- = Secara parsial
- = Secara simultan

Gambar 1
Hubungan Antar Variabel

Ukuran perusahaan menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin banyak mendapat perhatian dari pasar maupun publik secara umum. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini dilihat dari total *asset* perusahaan. *Profitabilitas* perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Tingkat *profitabilitas* dalam penelitian ini diukur berdasarkan *net profit margin* (NPM) yaitu laba bersih dibagi dengan pendapatan yang diperoleh perusahaan selama tahun berjalan.

$$NPM = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Pendapatan}}$$

Leverage menunjukkan penggunaan biaya tetap dalam usaha meningkatkan keuntungan. *Leverage* keuangan dalam penelitian ini diukur dari total utang dibagi dengan total *asset*.

$$LEV = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total asset}}$$

Pengungkapan sosial adalah pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan untuk memenuhi kebutuhan informasi bagi para *stakeholder*. Pengungkapan sosial menunjukkan seberapa banyak

item-item pengungkapan yang diisyaratkan telah diungkapkan. Dalam penelitian ini item-item pengungkapan yang digunakan untuk mengukur pengungkapan sosial didasarkan pada ISO 26000 *Guidance Standard on Social Responsibility* yang terdiri dari 34 item dalam 7 tema pokok pengungkapan.

Pengungkapan sosial menunjukkan seberapa banyak item-item pengungkapan yang diisyaratkan telah diungkapkan. Dengan menyesuaikan item-item

pengungkapan sosial dalam ISO 26000 *Guidance Standard on Social Responsibility* yang mencakup 34 item dalam 7 tema pokok, yang disajikan dalam Tabel 1 berikut ini:

Dalam penelitian ini, alat ukur yang digunakan untuk mengukur pengungkapan sosial perusahaan adalah *Corporate Social Responsibility Index (CSRI)* yang didasarkan pada item-item yang terdapat dalam ISO 26000 *Guidance Standard on Social Responsibility*. CSRI dapat dirumuskan sebagai berikut:

Tabel 1
Tema Pengungkapan Sosial

No	Tema Pengungkapan	Item Pengungkapan
1	Pengembangan Masyarakat	<ol style="list-style-type: none"> 1. Keterlibatan di masyarakat 2. Penciptaan lapangan kerja 3. Pengembangan teknologi 4. Kekayaan dan pendapatan 5. Investasi yang bertanggungjawab 6. Pendidikan dan kebudayaan 7. Kesehatan 8. Peningkatan kapasitas
2	Konsumen	<ol style="list-style-type: none"> 1. Praktik pemasaran, informasi dan kontrak yang adil 2. Penjagaan kesehatan dan keselamatan konsumen 3. Konsumsi yang berkelanjutan 4. Penjagaan data dan privasi konsumen 5. Pendidikan dan kesadaran
3	Praktek Kegiatan Institusi yang Sehat	<ol style="list-style-type: none"> 1. Anti korupsi 2. Keterlibatan yang bertanggungjawab dalam politik 3. Kompetisi yang adil 4. Promosi tanggung jawab sosial dalam rantai pemasok 5. Penghargaan terhadap <i>property right</i>
4	Lingkungan	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pencegahan polusi 2. Penggunaan sumber daya yang berkelanjutan 3. Mitigasi dan adaptasi terhadap perubahan iklim 4. Perlindungan dan pemulihan lingkungan
5	Ketenagakerjaan	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kesempatan kerja dan hubungan pekerjaan 2. Kondisi kerja dan jaminan sosial 3. Dialog dengan berrbagai pihak 4. Kesehatan dan kemanan kerja 5. Pengembangan sumber daya manusia
6	Hak Asasi Manusia	<ol style="list-style-type: none"> 1. Non diskrimasi dan perhatian pada kelompok rentan 2. Menghindari kerumitan 3. Hak-hak sipil dan politik 4. Hak-hak dasar pekerja
7	<i>Organizational Governance</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Proses dan struktur pengambilan keputusan 2. Pendelegasian kekuasaan

Sumber: <http://www.csrintonesia.org>

$$CSRI = \frac{\sum \text{item yang diungkapkan oleh perusahaan}}{\sum \text{item menurut ISO 26000}} \times 100\%$$

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tergolong perusahaan *high profile* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2008 – 2009. Jumlah populasi dalam penelitian ini sebanyak 213 perusahaan. Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dengan berdasarkan kriteria tertentu secara tidak acak. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian sampel adalah 1) perusahaan tergolong *high profile* yang terdaftar di BEI periode 2008-2009; 2) perusahaan-perusahaan yang tergolong *high profile* yang tergolong jenis perusahaan pertambangan, *agriculture*, rokok, bahan dasar dan kimia, semen, otomotif, farmasi, *consumer*, dan telekomunikasi; 3) perusahaan tersebut menerbitkan laporan keuangan tahunan periode 2008 dan 2009 serta menyerahkan laporan tahunannya tersebut kepada BAPEPAM dan telah mempublikasikannya berturut-turut; dan 4) informasi pengungkapan sosial diungkapkan pada laporan tahunan perusahaan yang bersangkutan selama periode 2008-2009.

Berdasarkan 4 karakteristik sampel maka diperoleh 40 perusahaan sampel. Model regresi digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel dependen terhadap variabel independen. Hubungan antara karakteristik perusahaan dengan tingkat pengungkapan informasi sosial dirumuskan sebagai berikut:

$$PS = a + b_1 \text{SIZE} + b_2 \text{NPM} + b_3 \text{LEV} + e$$

dimana PS : tingkat pengungkapan informasi sosial
 SIZE : ukuran Perusahaan
 NPM : *Net Profit Margin* (profitabilitas)
 LEV : *leverage*
 a : konstanta
 b : koefisien
 e : tingkat kesalahan

HASIL PENELITIAN

Pengungkapan sosial pada penelitian ini diukur dengan menggunakan *Corporate Social Responsibility Index* (CSRI) yang didasarkan pada ISO 26000 *Guidance Stan-*

dard on Social Responsibility. Tema pokok pengungkapan sosial dalam CSRI ini terdiri dari 34 item pengungkapan yang terdiri dari 7 tema pokok pengungkapan yang meliputi pengembangan masyarakat, konsumen, praktik kegiatan institusi yang sehat, lingkungan, ketenagakerjaan, hak asasi manusia, serta *organizational governance*. Dalam penelitian ini item pengungkapan yang paling banyak diungkapkan oleh perusahaan dalam laporan tahunannya adalah kategori *organizational governance* yang meliputi proses dan struktur pengendalian keputusan serta pengendalian kekuasaan. Data jumlah pengungkapan sosial perusahaan sampel ditunjukkan pada Tabel 2 berikut.

Berdasarkan Tabel 2, dari jumlah 40 perusahaan sampel selama dua tahun berturut-turut yaitu tahun 2008 dan 2009 yang mempunyai rata-rata pengungkapan sosial paling banyak adalah PT. Astra International Tbk. (ASII) dan PT. United Traktor Indonesia Tbk. (UNTR) yaitu sebesar 100%, sedangkan perusahaan sampel yang mempunyai rata-rata pengungkapan sosial paling sedikit adalah PT. AKR Corporindo Tbk. yaitu sebesar 60,29%. Di samping itu, rata-rata pengungkapan sosial perusahaan sampel pada tahun 2008 sebesar 77,72%, menunjukkan angka yang lebih kecil dibandingkan rata-rata pengungkapan sosial perusahaan sampel pada tahun 2009 yang sebesar 81,56%.

PEMBAHASAN

Pengujian terhadap hipotesis penelitian pengaruh ukuran perusahaan (*size*) terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial menunjukkan nilai *p-value* pada variabel ukuran perusahaan (*size*) (X_1) lebih kecil dari *level of significant* ($\alpha = 0,05$) yaitu $0,000 < 0,05$. Di samping itu, berdasarkan hasil uji *t* menunjukkan nilai *t*-hitung yang lebih besar dari nilai *t*-tabel yaitu $4,487 > 1,685$ dan nilai koefisien regresi sebesar 11,121. Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang tercermin dalam total aktiva memiliki pengaruh positif signifikan terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial dalam laporan tahunan perusahaan. Ketika nilai total aktiva perusahaan meningkat, pihak manajemen tentu akan mengungkapkan informasi sosialnya lebih banyak lagi. Hal ini dikarenakan semakin tinggi nilai total aktiva

Tabel 2
Pengungkapan Sosial Perusahaan Sampel

No.	Kode Perusahaan	2008		2009		Rata-rata % Σ item
		Σ Item	% Σ item	Σ Item	% Σ item	
1.	AKRA	21	60,82	21	61,76	60,29
2.	ANTM	29	85,29	29	85,29	85,29
3.	APEX	33	97,06	33	97,06	97,06
4.	ASII	34	100	34	100	100
5.	ATPK	21	61,76	22	64,71	63,235
6.	BISI	31	91,18	23	67,65	79,415
7.	BTEL	28	82,35	26	74,53	77,94
8.	BUMI	32	94,12	32	94,12	94,12
9.	DVLA	22	64,71	22	64,71	64,71
10.	ENRG	24	70,59	24	70,59	70,59
11.	EXCL	24	70,59	26	76,47	73,53
12.	FREN	24	70,59	24	70,59	70,59
13.	IDKM	20	58,82	22	64,71	61,765
14.	INAF	28	82,35	24	70,59	76,47
15.	INCO	32	94,12	31	91,18	92,65
16.	INDF	30	88,23	31	91,18	89,705
17.	INTA	23	67,65	31	91,18	79,415
18.	INTP	25	73,53	28	82,35	77,94
19.	ISAT	28	82,35	31	91,18	86,765
20.	KAEF	23	67,65	27	79,41	73,53
21.	KLBF	24	70,59	28	82,35	76,47
22.	LTLS	20	58,82	26	76,47	67,645
23.	MEDC	30	88,23	32	94,12	91,175
24.	MLBI	21	61,76	26	76,47	69,115
25.	MNCN	30	88,23	31	91,18	89,705
26.	PGAS	31	91,18	32	94,12	92,65
27.	PTBA	28	82,35	30	88,23	85,29
28.	SGRO	30	88,23	33	97,06	92,645
29.	SMAR	25	70,79	27	79,41	75
30.	SMGR	27	79,41	29	85,12	82,265
31.	SOBI	24	70,59	24	70,59	70,59
32.	TCID	23	67,65	24	70,58	69,115
33.	TINS	28	82,35	30	88,23	85,29
34.	TLKM	28	82,35	28	82,35	82,35
35.	TURI	20	58,82	25	73,53	66,175
36.	ULTJ	23	67,65	24	70,58	69,115
37.	UNIC	20	58,82	23	67,65	63,235
38.	UNSP	28	82,35	30	88,23	85,29
39.	UNTR	34	100	34	100	100
40.	UNVR	34	97,09	34	97,09	97,06

Sumber: ICMD tahun 2008-2009.

perusahaan, maka perusahaan tersebut semakin besar. Hasil penelitian ini tidak sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Utami (2004) dan Rosmasita (2007) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pengungkapan pertanggungjawaban sosial suatu perusahaan. Perbedaan hasil ini disebabkan oleh beberapa hal, di antaranya dalam penelitian Utami (2005) ukuran perusahaan diprosikan dalam jumlah tenaga kerja perusahaan dan perusahaan sampel yang digunakan adalah perusahaan yang tergolong *environmental sensitive*. Rosmasita (2007) dalam penelitiannya menggunakan sampel perusahaan manufaktur serta item pengungkapan sosial yang diteliti menggunakan *Public Environmental Reporting Initiative* (PERI) serta menyesuaikan butir-butir yang ada dengan Standar Akuntansi Keuangan (SAK).

Pengujian terhadap hipotesis penelitian pengaruh profitabilitas terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial. Hal ini didasarkan pada hasil analisis regresi linear yang menunjukkan nilai *-p-value* NPM (X_2) yang lebih besar dari *level of significant* ($\alpha = 0,05$), yaitu $0,237 > 0,05$ dan nilai *t*-hitung yang lebih kecil dari *t*-tabel yaitu $1,202 < 1,685$. Nilai koefisien regresi pada hasil uji *t* menunjukkan nilai sebesar 15,017 yang berarti bahwa terdapat hubungan positif antara profitabilitas yang diprosikan dalam *Net Profit Margin* (NPM) dengan tingkat pengungkapan informasi sosial perusahaan. Jadi semakin tinggi NPM suatu perusahaan maka semakin tinggi indeks kelengkapan pengungkapannya. Data laporan tahunan perusahaan yang dijadikan sampel juga membuktikan bahwa profitabilitas tidak mempengaruhi tingkat pengungkapan informasi sosial. PT. Indofarma (persero) Tbk. (INAF) memiliki nilai rata-rata NPM yang paling tinggi namun perusahaan tersebut memiliki nilai rata-rata pengungkapan sosial yang hanya sebesar 76,47%. Hal tersebut membuktikan bahwa NPM memiliki hubungan positif tidak signifikan terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial perusahaan.

Pengujian terhadap hipotesis penelitian pengaruh *leverage* terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar -1,890 yang berarti terdapat hubungan negatif antara *leverage* dengan tingkat pengungkapan

informasi sosial perusahaan. Semakin tinggi tingkat *leverage* suatu perusahaan maka tingkat pengungkapan informasi sosial perusahaan akan rendah. Hasil ini juga dapat dibuktikan dari nilai rata-rata perusahaan sampel yang memiliki tingkat *leverage* paling tinggi yaitu PT. AKR Corporindo Tbk. (AKRA) yaitu sebesar 0,585 dengan nilai rata-rata pengungkapan sosial hanya sebesar 60,29% atau nilai rata-rata pengungkapan sosial paling rendah di antara perusahaan sampel lainnya. PT AKR Corporindo Tbk. (AKRA) lebih banyak menungkapkan informasi sosialnya khususnya pada tema ketenagakerjaan dan lingkungan dari total 7 tema pengungkapan sosial menurut ISO 26000 *Guidance Standard on Social Responsibility*.

Menurut teori agensi tingkat *leverage* mempunyai pengaruh negatif terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial. Manajemen perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan mengurangi pengungkapan tanggungjawab sosial yang dibuatnya agar tidak menjadi sorotan dari para *stakeholders*. Oleh karena itu, perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi memiliki kewajiban untuk memenuhi kebutuhan informasi kreditur jangka panjang, sehingga perusahaan akan menyediakan informasi secara lebih komprehensif. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* memiliki hubungan negatif dan tidak berpengaruh terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial. Di samping itu, beberapa penelitian terdahulu yang sejalan dengan penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Sembiring (2005) dan Rosmasita (2007) yang menyebutkan bahwa *leverage* yang diprosi dengan rasio utang terhadap modal sendiri menunjukkan pengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan. Kesamaan hasil ini karena pada penelitian Sembiring (2005) dan Rosmasita (2007) *leverage* perusahaan diprosikan dalam rasio utang terhadap modal.

Pengujian terhadap hipotesis penelitian pengaruh ukuran perusahaan (*size*), profitabilitas, dan *leverage* terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*size*), *profitabilitas* dan *leverage* secara bersama-sama mempengaruhi tingkat pengungkapan informasi sosial dalam laporan tahunan perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai *F*-hitung sebesar 7,977 dengan tingkat

signifikansi 0,000. Hasil analisis data juga menunjukkan bahwa *Adjusted R Square* menunjukkan angka 34,9%. Hal ini berarti 34,9% variabel dependen pengungkapan sosial dijelaskan oleh variabel independen yang terdiri dari Ukuran Perusahaan (*size*), Profitabilitas, dan *Leverage* dan sisanya 65,1% dijelaskan oleh variabel lain di luar variabel yang digunakan. Nilai F hitung sebesar 7,977 dengan tingkat signifikansi 0,000. Nilai probabilitas sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05, maka hipotesis penelitian diterima yang berarti karakteristik perusahaan secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial dalam laporan tahunan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil beberapa penelitian terdahulu yang mengungkapkan bahwa karakteristik perusahaan secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial dalam laporan tahunan perusahaan, seperti penelitian Sembiring (2005) yang menyatakan bahwa secara simultan, *size*, profitabilitas, *profile*, ukuran dewan komisaris, dan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengungkapan tanggungjawab sosial. Namun pada penelitian ini ukuran dewan komisaris tidak disertakan dalam variabel penelitian.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Simpulan hasil penelitian ini adalah 1) ukuran perusahaan yang tercermin dalam total aktiva memiliki pengaruh positif signifikan terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial dalam laporan tahunan perusahaan. Ketika nilai total aktiva perusahaan meningkat, pihak manajemen tentu akan mengungkapkan informasi sosialnya lebih banyak lagi; 2) profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengungkapan informasi sosial; 3) *leverage* dengan tingkat pengungkapan informasi sosial perusahaan mempunyai hubungan negatif karena semakin tinggi tingkat *leverage* suatu perusahaan maka tingkat pengungkapan informasi sosial perusahaan akan rendah; dan 4) ukuran perusahaan (*size*), *profitabilitas* dan *leverage* secara bersama-sama mempengaruhi tingkat pengungkapan informasi sosial dalam laporan tahunan perusahaan.

Saran

Berdasarkan pembahasan pada penelitian ini, maka saran-saran yang diajukan adalah sebagai berikut: 1) bagi manajemen perusahaan diharapkan lebih terbuka dalam mengungkapkan kegiatan-kegiatan yang berhubungan dengan tanggungjawab sosial dalam laporan tahunannya; 2) pemerintah dan Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) diharapkan mampu merumuskan suatu kebijakan untuk menjadikan pengungkapan tanggungjawab sosial perusahaan sebagai *mandatory disclosure* mengingat masih rendahnya tingkat pengungkapan informasi sosial perusahaan-perusahaan di Indonesia; dan 3) penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan periode pengamatan yang lebih lama sehingga dapat lebih menjelaskan pengungkapan sosial perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, Luciana Spica dan Retrinasari, Ikka. 2007, *Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Kelengkapan Pengungkapan dalam Laporan Tahunan Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEJ*. Makalah dalam *Proceeding Seminar Nasional, Inovasi dalam Menghadapi Perubahan Lingkungan Bisnis*, FE Universitas Trisakti Jakarta, 9 Juni 2007.
- Anggraini, Fr. Reni Retno. 2006. *Pengungkapan Informasi Sosial dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pengungkapan Informasi Sosial dalam Laporan Tahunan*. Makalah disajikan dalam Simposium Nasional Akuntansi IX, Ikatan Akuntan Indonesia-Komisi Akuntansi Keuangan dan Pasar Modal, Padang 25-26 Agustus 2006.
- Arikunto, Suharsimi. 2002. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Jakarta : Penerbit UI (UI) Press.
- Belkaoui dan Riahi, Ahmed. 2006. *Accounting Theory. Edisi 5. Buku Satu*. Jakarta: Salemba Empat.

- Belkaoui, Ahmed and Philip G. Karpik. 1989. "Determinant of the Corporate Decision to Disclose Social Information". *Accounting, Auditing, and Accountability Journal*. Vol. 2, No. 1:36-51.
- Chariri, Anis dan Ghozali, Imam. 2001. *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Daniri, 2008. *Standarisasi Tanggungjawab Sosial Perusahaan*. (<http://www.menlh.go.id>). diakses 2 Oktober 2009.
- Daniri, 2009. *CSR based on ISO 26000 Guidance Standard on Social Responsibility*. (<http://www.csrindonesia.org>) diakses 8 September 2009.
- Fitriani. 2001. *Signifikansi Perbedaan Tingkat Kelengkapan Pengungkapan Wajib dan Sukarela Pada Laporan Keuangan Perusahaan Publik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta*. Makalah dipresentasikan dalam Simposium Nasional Akuntansi IV.
- Gorin, 2008. *Akuntansi Pertanggungjawaban Sosial (Concern Ke Karyawan)*. (<http://www.one.indoskripsi.com>) diakses 15 Oktober 2009.
- Hackston, David and Markus J. Milne. 1996. "Some Determinants of Social and Environmental Disclosure in New Zealand Companies". *Accounting, Auditing, and Accountability Journal*, Vol. 9 No. 1:77-108.
- Harahap, Sofyan S. 2007. *Teori Akuntansi*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Hendriksen, Eldon S, Michael F Van Breda, 2000. *Teori Akuntansi*. Jakarta: Interaksa.
- Indonesian Capital Market Directory 2008. Jakarta Stock Exchange.
- Indonesian Capital Market Directory 2009. Jakarta Stock Exchange.
- Indriantoro, N., Supomo, B. 1998. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE.
- Jensen, C. Michael and Meckling, W. H. 1976. "Theory of The Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. (<http://www.ssrn.com>) diakses 14 Maret 2010.
- Jogiyanto. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE.
- Mattews, MR. 1997. "Twenty-five Years of Social and Environmental Accounting Research: Is There A Silver Jubille to Celebrate?" *Accounting, Auditing, and Accountability Journal*. Vol. 10, No. 4.
- Pallazi, Marcello, and Stracher, George. 1995. *Corporate Social Responsibility and Business Success*. (<http://www.findarticles.com>) diakses 2 Oktober 2009.
- Pujiningsih, S. 2008. *Akuntansi Sosial*. Malang: FE UM.
- Rosmasita, H. 2007. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pengungkapan Sosial (Social Disclosure) dalam Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. (<http://pustaka.net/akuntansi.pdf>) diakses 18 Oktober 2009.
- Sembiring, Eddy R. 2005. *Karakteristik Perusahaan dan Pengungkapan Tanggungjawab Sosial: Study Empiris Pada Perusahaan Yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta*. Makalah disajikan dalam Simposium Nasional Akuntansi VII, Ikatan Akuntan Indonesia-Kompartemen Akuntan Pendidik, Solo 15-16 September 2005.
- Sulastini, Sri. 2007. *Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Social Disclosure Perusahaan Manufaktur yang telah Go Public*. (<http://www.one.indoskripsi.com>) diakses 15 Oktober 2009.

Suryani. 2007. *Pengaruh Profile dan Size Perusahaan terhadap Luas Pengungkapan Sukarela pada Perusahaan Food and Beverages yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.* (<http://www.one.indoskripsi.com>) diakses 15 Oktober 2009.

PENGARUH UANG BEREDAR TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 1998:1-2009:12

Henny Rahyuda

Fakultas Ekonomi Universitas Udayana
Kampus Bukit Jimbaran, Badung-BALI
Telepon +62 361 701954, 704845, Fax. +62 361 701907
E-mail: henny_rahayuda@yahoo.com

ABSTRACT

In an efficient market, information about macroeconomic of growth variables both in the present and in the past fully reflected in asset prices, when the information was published already predicted the stock price will not change (neutral). This study aims to see the neutrality of money supply in the stock market by looking at the impact of money supply in the narrow sense (M_1) and money supply in the broad sense (M_2) on the Composite Stock Price Index (CSPI) in Indonesia Stock Exchange. This study uses quantitative analysis with a model developed by Fisher and Seater (1993) to test the neutrality of money through the method of Ordinary Least Square (OLS) First-Difference. The data used are time series per month from 1998 until 2009. The results shows that the variable M_1 does not affect (neutral) against CSPI in the long term. While the M_2 variables affect the CSPI (not neutral) in the long run. Based on estimates, the variable M_2 is cointegrated with CSPI, so that it can affect the index in the long term.

Keywords: CSPI, money supply, efficient market hypothesis, fisher and seater model, OLS

PENDAHULUAN

Krisis ganda yang terjadi di Indonesia sebagai akibat melemahnya nilai tukar rupiah dan merosotnya kepercayaan masyarakat terhadap perbankan, menyebabkan melonjaknya jumlah uang yang beredar. Kebutuhan rupiah yang lebih besar untuk melakukan transaksi sebagai akibat tingginya kenaikan harga telah mendorong masyarakat untuk memilih alat pembayaran yang lebih likuid. Sampai dengan Juni 1998, sejalan dengan peningkatan penarikan uang kartal, M_1 mengalami lonjakan cukup tinggi hingga mencapai Rp109,4 triliun atau meningkat 11,3% dibandingkan dengan bulan Maret 1998. Selanjutnya, kenaikan suku bunga simpanan dan adanya konversi simpanan valuta asing ke rupiah telah mengakibatkan pergeseran dari M_1 ke uang kuasi rupiah sehingga posisi M_1 cenderung menurun dan mencapai titik terendah pada bulan Oktober 1999, yaitu sebesar Rp98,9 triliun (SEKI, 1998/1999:64). Kenaikan uang kuasi tersebut meningkatkan M_2 .

Jumlah M_1 mengalami peningkatan sebesar 30% hingga mencapai posisi Rp62,2 triliun pada akhir tahun 2000. Peningkatan tersebut selain disebabkan oleh

peningkatan uang kartal juga disebabkan oleh peningkatan uang giral sebesar Rp23,5 triliun (35,5%). Peningkatan uang giral ini sejalan dengan meningkatnya aktivitas perekonomian dan rendahnya suku bunga deposito riil (Laporan Tahunan BI, 2000:67). Sementara itu uang kuasi juga mengalami peningkatan sebesar 12,1% dari tahun sebelumnya. Dengan perkembangan M_1 dan uang kuasi, M_2 mengalami pertumbuhan sebesar 1,6% menjadi Rp747 triliun pada akhir tahun 2000. Pertumbuhan M_2 tersebut lebih tinggi dibandingkan pertumbuhan pada tahun sebelumnya yang tercatat sebesar 11,9%.

Selama tahun 2001-2003 pertumbuhan M_1 dan M_2 cenderung lambat. Hal ini dikarenakan nilai tukar rupiah dan inflasi yang mulai stabil. Peningkatan M_1 terutama uang kartal yang tajam hanya terjadi ketika hari-hari raya besar seperti natal, ramadhan, dan tahun baru. Selain itu, kondisi sosial politik yang tidak stabil pada tahun 2001 menyebabkan masyarakat meningkatkan permintaan terhadap uang kartal untuk berjaga-jaga, sehingga M_1 meningkat pada tahun 2001 (Laporan Tahunan BI, 2001:11). Kebijakan naiknya tingkat suku bunga SBI menjadi tidak berarti untuk menurunkan jumlah uang beredar.

Sepanjang tahun 2008 uang kartal tumbuh rata-rata sebesar 27,3% atau meningkat jauh lebih tinggi dari periode yang sama tahun sebelumnya (18,1%). Akselerasi kartal berlangsung sejak awal tahun dan mencapai puncaknya pada September 2008. Kondisi tersebut terjadi terkait dengan masih kuatnya pertumbuhan ekonomi terutama dari sisi konsumsi masyarakat, yang juga didukung oleh lebih tingginya realisasi Bantuan Langsung Tunai (BLT) dari Pemerintah pada tahun 2008 (Laporan Tahunan BI, 2008:31). Namun demikian, pada triwulan IV-2008 pertumbuhan uang kartal dan kredit melambat sejalan dengan kondisi perekonomian domestik (Laporan Tahunan BI, 2008:32).

Beberapa studi menemukan bahwa penawaran uang berpengaruh positif terhadap harga saham, sementara yang lain menunjukkan bahwa *shock* penawaran uang tidak mempunyai dampak terhadap harga saham. Habibullah *et al.*, (2010) serta Chen dan Shen (2007) menemukan bahwa penawaran uang tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham. Sementara Hermanto dan Manurung (2002) dalam penelitiannya tentang pengaruh variabel makro, inves-

tor, dan bursa yang telah maju terhadap indeks BEJ mengungkapkan bahwa variabel jumlah uang beredar (dalam arti M_2) mempunyai pengaruh yang positif terhadap harga saham (Indeks Bursa Efek Jakarta).

Secara umum, Friedman dan Schwartz (1963) menjelaskan hubungan antara penawaran uang dan pengembalian saham dengan menyederhanakan hipotesis bahwa tingkat pertumbuhan uang akan berdampak pada ekonomi agregat dan kemudian akan berdampak pada pengembalian yang diharapkan. Selain itu, perubahan pada persediaan uang pada sektor swasta mungkin akan mempengaruhi keinginan sektor swasta tersebut untuk mensubstitusikan uang dengan aset keuangan yang lain (Palmer, 1970). Peningkatan tingkat pertumbuhan uang menyebabkan penurunan keuntungan dari memegang uang (Hamburger dan Lewis, 1972). Hal ini memotivasi sektor swasta untuk mensubstitusikan uang ke dalam aset yang kurang likuid seperti saham. Substitusi ini meningkatkan pembelian akan saham dan meningkatkan harga aset. Peningkatan pertumbuhan penawaran uang mengindikasikan kelebihan likuiditas yang tersedia untuk membeli sekuritas, sehingga harga sekuritas akan naik (Maysami, 2004).

Dalam literatur empiris, ketidakmampuan perubahan penawaran uang dalam mempengaruhi harga saham didasarkan pada hipotesis pasar efisien. Hipotesis pasar efisien didasarkan pada asumsi bahwa harga-harga dari sekuritas di pasar keuangan sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Pada pasar yang efisien, informasi mengenai pertumbuhan variabel makroekonomi baik di masa sekarang maupun di masa lalu terefleksi penuh pada harga aset (Habibullah *et al.*, 1996), sehingga apabila informasi yang diumumkan sudah diperkirakan harga saham tidak akan berubah. Informasi baru yang tidak diperkirakan sebelumnya yang mampu membawa perubahan pada harga saham.

Kontroversi yang terjadi dalam studi empiris mengenai dampak penawaran uang terhadap harga saham menjadi penting untuk diteliti karena beberapa alasan (Habibullah *et al.*, 2010), yaitu 1) pada tingkat mikro, jika penawaran uang dan harga saham berhubungan, maka investor dapat memperoleh keuntungan lebih tinggi daripada tingkat pengembalian rata-rata dari pasar saham dengan menggunakan informasi perubahan penawaran uang; 2) pada tingkat

makro, penawaran uang merupakan salah satu saluran untuk mempengaruhi sektor ekonomi yang paling produktif, jika tidak ada hubungan, maka kemampuan penawaran uang sebagai alat kebijakan moneter dapat diragukan.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Prinsip dasar dalam memperkenalkan ekonomi adalah peranan pokok dari tabungan dan investasi. Besarnya investasi tidak akan sama dengan besarnya tabungan karena adanya perbedaan motif. Motif investasi adalah keinginan untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya, sementara motif menabung dapat beragam alasannya, misalnya untuk berjaga-jaga. Besarnya investasi tidak sama dengan besarnya uang yang ditabung, dan walaupun sama itu hanya kebetulan saja. Nopirin (1987: 133) menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi investasi. Beberapa faktor yang kuat pengaruhnya terhadap investasi antara lain tingkat bunga, penyusutan, kebijaksanaan perpajakan, harapan penjualan, serta kebijakan ekonomi. Menurut Nopirin, tingkat bunga memiliki hubungan yang berbanding terbalik dengan investasi, sedangkan penyusutan dan perkiraan tentang penjualan memiliki hubungan yang berbanding lurus dengan investasi. Kebijaksanaan perpajakan dan kebijakan ekonomi memiliki dampak yang tergantung dari kebijakan yang diterapkan. Jika kebijakan perpajakan bersifat insentif fiskal maka kebijakan tersebut akan mendorong pertumbuhan investasi. Sebaliknya, jika kebijakan tersebut bersifat disinsentif fiskal maka kebijakan tersebut akan cenderung mengurangi pertumbuhan investasi.

Menurut Nopirin (1987:114) tiga sifat utama yang erat hubungannya dengan permintaan akan bentuk kekayaan adalah risiko, pendapatan, dan proteksi terhadap inflasi. Menurut teori dan pandangan rasionalitas, pemilik dana akan menempatkan dananya pada bentuk kekayaan yang memiliki risiko rendah dan tingkat pendapatan tinggi. Namun dalam teori manajemen keuangan maupun dalam praktik ekonomi sehari-hari antarrisiko dan pendapatan memiliki hubungan yang berbanding lurus, artinya jika risiko tinggi maka pendapatan tinggi dan sebaliknya jika risiko rendah maka pendapatan juga rendah (*high risk-high return, low risk-low return*).

Pendapatan riil dari suatu bentuk kekayaan

tergantung pada laju inflasi. Setiap bentuk kekayaan berbeda dalam hal mudah-tidaknya terkena pengaruh inflasi. Suatu bentuk kekayaan yang memberikan pendapatan nominal secara tetap, maka pendapatan riilnya akan berbanding terbalik dengan laju inflasi. Makin tinggi laju inflasi, makin rendah pendapatan riil yang diterimanya. Teori pengharapan rasional merupakan perbaikan hipotesis pengharapan adaptif. Perbedaan antara pengharapan rasional dengan pengharapan adaptif adalah kalau pengharapan adaptif pembentukan pengharapan didasarkan pada pengalaman masa lalu, sedangkan pengharapan rasional pembentukan pengharapannya tidak hanya berdasarkan pengalaman masa lalu akan tetapi juga berdasarkan pada keyakinan di masa yang akan datang. Secara konsep, harga saham merupakan keinginan untuk membeli saham yang sama dengan nilai dividen sekarang baik yang diperkirakan di masa yang akan datang maupun harga saham yang diperkirakan ketika saham tersebut dijual. Harga saham yang dinilai investor akan naik jika dividen yang diperkirakan/diharapkan naik atau jika harga saham yang diperkirakan ketika saham tersebut dijual naik (*capital gain*). Harga saham hari ini yang dinilai investor akan turun apabila tingkat suku bunga meningkat. Harga saham yang diperkirakan dibentuk dari pengalaman masa lalu, maka dinamakan pendekatan hipotesis ekspektasi adaptif. Pendekatan lain, harga saham yang diperkirakan didasarkan pada keyakinan di masa yang akan datang.

Jalur utama penawaran uang dalam mempengaruhi dividen melalui pendapatan perusahaan sekarang dan yang diperkirakan di masa yang akan datang. Asumsi permintaan uang tetap, penurunan penawaran uang akan meningkatkan suku bunga dan mengurangi pengeluaran investasi yang sensitif terhadap suku bunga. Penurunan pada pengeluaran investasi menyebabkan penurunan penjualan perusahaan dan kemudian menurunkan pendapatan perusahaan. Penurunan pendapatan perusahaan akan menurunkan dividen dan harga saham.

Monetary Portfolio Model yang dikembangkan Friedman dan Schwartz (1963), melihat uang sebagai aset di antara aset lain dalam portofolio investor. Perubahan pada persediaan uang pada sektor swasta untuk mensubstitusikan uang dengan aset keuangan yang lain (Palmer, 1970). Proses substitusi ini mempengaruhi harga aset keuangan. Peningkatan

pertumbuhan uang menyebabkan penurunan keuntungan dari memegang uang (Hamburger dan Lewis, 1972). Hal ini memotivasi sektor swasta untuk mensubstitusikan uang ke dalam aset yang kurang likuid seperti saham. Substitusi ini meningkatkan pembelian saham dan meningkatkan harga aset.

Penelitian pengaruh uang dalam jangka panjang pasar modal telah dilakukan oleh Chen dan Shen di Taiwan menyimpulkan bahwa harga saham riil terhadap *shock* moneter permanen menunjukkan bahwa M2 mempunyai dampak permanen terhadap harga saham riil, sedangkan M1 tidak memiliki dampak permanen terhadap harga saham riil. Dengan kata lain pada kasus M2 netralitas M2 pada IHSG tidak terjadi. Penelitian yang dilakukan oleh Habibullah *et al.* pada pasar saham di Malaysia menyimpulkan bahwa M1 mampu membuktikan adanya netralitas jangka panjang uang di pasar saham pada sektor manufaktur Malaysia, namun pada kasus M2 netralitas M2 pada IHSG tidak terjadi karena menurut uji kointegrasi Johansen, M2 terko-integrasi dengan indeks harga saham.

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model yang dikembangkan oleh Fisher dan Sietar (1993) dengan menggunakan metode kuadrat terkecil atau *Ordinary Least Square* (OLS). Model itu untuk menguji kenetralan penawaran uang dalam arti sempit (M_1) dan penawaran uang dalam arti luas (M_2) terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia. Model tersebut adalah:

$$(y_t - y_{t-k}) = \alpha_k + \beta_k (mt - mt - k - 1) + \varepsilon_{kt}$$

dimana:

- m_t : logaritma natural dari penawaran uang (M_1 dan M_2) pada periode t
- y_t : logaritma IHSG pada periode t
- α_k : koefisien intersep
- β_k : koefisien slope
- ε_{kt} : *Error terms* dengan rata-rata dan varian konstan
- k : *Lag* ditentukan secara acak (*trial error*)

Penawaran uang dalam arti sempit (M_1) adalah kewajiban sistem moneter terhadap sektor swasta domestik yang terdiri dari uang kartal (C) dan uang giral (D), sedangkan penawaran uang dalam arti luas (M_2) terdiri dari uang dalam arti sempit dan uang kuasi (deposito berjangka, tabungan, dan rekening valuta

asing milik swasta domestik di bank umum). Baik M_1 dan M_2 diukur dalam satuan rupiah. IHSG menunjukkan pergerakan harga saham secara umum yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian dari bulan Januari 1998 hingga Desember 2009 yang dihitung dengan rumus:

$$IHSG = \frac{\text{jumlah saham yang diperdagangkan} \times \text{harga pasar}}{\text{jumlah saham yang diperdagangkan} \times \text{harga perdana (IPO)}}$$

Terdapat dua syarat utama sebelum melakukan pengujian menurut model yang dikembangkan Fisher and Seater (1993), yaitu 1) variabel yang digunakan harus stasioner pada tingkat *first-difference* dan tidak ada kointegrasi antara variabel independen dan variabel dependen, sehingga kedua model dalam penelitian ini akan di uji stasioner dan uji kointegrasi terlebih dahulu untuk dipilih model mana yang tepat bagi penelitian ini.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini untuk menguji masalah stasioneritas data adalah uji akar-akar unit. Uji akar unit pertama kali dikembangkan Dickey-Fuller (Widarjono, 2007:342). Di dalam menguji apakah data mengandung akar unit atau tidak, Dickey-Fuller mengembangkan uji akar unit dengan memasukkan unsur AR yang lebih tinggi dalam modelnya dan menambahkan kelambanan variabel diferensi di sisi kanan persamaan yang dikenal dengan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) (Widarjono, 2003:344). Adapun formulasi uji ADF sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \gamma Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \beta_j \Delta Y_{t-1+j} + \varepsilon_t$$

dimana Δ adalah *first difference*, Y_t adalah variabel yang akan di uji stasioneritasnya (IHSG, M_1 , M_2), T adalah *time trend*, $\alpha_0, \alpha_1, \gamma, \beta_1$ adalah koefisien, dan ε_t adalah *error term*. Jika hipotesa nol $\alpha_1 = \gamma = 0$ diterima, maka Y_t dikatakan tidak stasioner.

Prosedur untuk menentukan apakah data stasioner atau tidak dengan cara membandingkan antara nilai statistik ADF dengan nilai kritisnya distribusi statistik Mackinnon. Nilai statistik ADF ditunjukkan oleh nilai t statistik koefisien pada persamaan di atas. Software Eviews 4 telah menyediakan baik nilai kritis statistik Mackinnon maupun nilai t statistik. Jika nilai statistik ADF lebih besar daripada nilai kritis statistik

Mackinnon, maka data yang diamati menunjukkan stasioner dan jika sebaliknya nilai statistik ADF lebih kecil daripada nilai kritis statistik Mackinnon maka data tidak stasioner. Panjangnya kelambanan dapat ditentukan berdasarkan criteria SIC dengan formula $k = [4(T/100)^{1/4}]$ (Newey, 1987).

Secara umum dapat dikatakan bahwa jika data *time series* Y dan X tidak stasioner pada tingkat level tetapi menjadi stasioner pada diferensiasi yang sama maka kedua data adalah terkointegrasi (Widarjono, 2007:351). Dalam penelitian ini digunakan uji kointegrasi yang dikembangkan oleh Soren Johansen. Ada tidaknya kointegrasi didasarkan pada uji *likelihood ratio* (LR). Jika nilai hitung LR lebih besar daripada nilai kritis LR maka terdapat kointegrasi sejumlah variabel dan sebaliknya jika nilai hitung LR lebih kecil daripada nilai kritisnya maka tidak ada kointegrasi. Nilai kritis LR diperoleh dari tabel yang dikembangkan oleh Johansen dan Juselius. Nilai hitung LR dihitung berdasarkan formula sebagai berikut:

$$Q_r = -T \sum_{t=r+1}^k \log(1 - \lambda_t)$$

untuk $r = 0, 1, \dots, k-1$ dimana adalah nilai *eigenvalue* yang paling besar.

Johansen juga menyediakan uji statistic LR alternatif yang dikenal *maximum eigenvalue statistic*. *Maximum eigenvalue statistic* dapat dihitung dari *trace statistic* sebagai berikut:

$$Q_{max} = -T(1 - \lambda_{r+1}) = Q_r - Q_{r+1}$$

Software ekonometri *evIEWS* menyediakan nilai *maximum eigenvalue statistic*, *eigenvalue* dan *trace statistic*. Keputusan adanya kointegrasi dengan membandingkan nilai *trace statistic* dan *maximum eigenvalue statistic* dengan nilai *critical value*. Jika nilai *trace statistic* dan *maximum eigenvalue statistic* lebih besar daripada *critical value* maka hipotesis nol yang menunjukkan tidak adanya kointegrasi tidak dapat diterima atau hipotesis alternatif adanya kointegrasi tidak dapat ditolak.

HASIL PENELITIAN

Penelitian ini menghasilkan dua model regresi liner sederhana yaitu model 1 antara M_1 dan IHSG dan model

2 antara M_2 dan IHSG. Terdapat dua syarat utama sebelum melakukan pengujian menurut model yang dikembangkan Fisher and Seater (1993), yaitu 1) variabel yang digunakan harus stasioner pada tingkat *first-difference* dan 2) tidak ada kointegrasi antara variabel independen dan variabel dependen, sehingga keputusan untuk memilih model yang akan diuji dengan menggunakan model yang dikembangkan Fisher and Seater (1993) adalah berdasarkan hasil dari uji stasioner dan uji kointegrasi.

Berikut ini adalah hasil uji stasioneritas dari variabel-variabel yang diteliti pada model 1:

Tabel 1
Hasil Uji Adf: Level – Intercept

Variabel	ADF t-statistik	MacKinnon Critical Value		
		1%	5%	10%
IHSG	-0.253061	-3.476805	-2.881830	-2.577668
M_1	1.641081	-3.476805	-2.881830	-2.577668

Sumber: Hasil estimasi menggunakan *EvIEWS* 4.1.

Berdasarkan hasil uji tersebut dapat diketahui bahwa semua variabel tidak stasioner pada tingkat *level – intercept*. Hal ini dapat diketahui dari nilai ADF^{t-statistik} variabel-variabel tersebut yang lebih kecil daripada nilai *MacKinnon critical value*-nya baik pada derajat kesalahan 1%, 5%, maupun 10%. Oleh karena itu, perlu dilakukan uji akar unit kembali pada tingkat selanjutnya yaitu *first difference-Intercept* pada semua variabel. Berikut ini adalah hasil uji stasioneritas tingkat *first difference-intercept*:

Tabel 2
Hasil Uji Adf: First Difference-Intercept

Variabel	ADF t-statistik	MacKinnon Critical Value		
		1%	5%	10%
IHSG	-9.054998	-3.476805	-2.881830	-2.577668
M_1	-14.54571	-3.476805	-2.881830	-2.577668

Sumber: Hasil estimasi menggunakan *EvIEWS* 4.1.

Uji stasioneritas yang dilakukan pada tingkat *first difference-intercept* menunjukkan bahwa semua variabel telah stasioner. Hal ini dapat diketahui dari

nilai ADF t-statistik yang lebih besar dibandingkan dengan nilai *Mackinnon Critical Value* baik 1%, 5%, maupun 10%. Dengan demikian, variabel-variabel tersebut dapat digunakan pada proses regresi selanjutnya pada tingkat *first difference-intercept*.

Berikut ini adalah hasil uji stasioneritas dari variabel-variabel yang diteliti pada model 2:

Tabel 3
Hasil Uji Adf: Level – Intercept

Variabel	ADF t-statistik	MacKinnon Critical Value		
		1%	5%	10%
IHSG	-0.253061	-3.476805	-2.881830	-2.577668
M ₂	3.417067	-3.476472	-2.881685	-2.577591

Sumber: Hasil estimasi menggunakan Eviews 4.1.

Berdasarkan hasil uji tersebut dapat diketahui bahwa semua variabel tidak stasioner pada tingkat *level – intercept*. Hal ini dapat diketahui dari nilai ADF t-statistik variabel-variabel tersebut yang lebih kecil daripada nilai *MacKinnon critical value*-nya baik pada derajat kesalahan 1%, 5%, maupun 10%. Oleh karena itu, perlu dilakukan uji akar unit kembali pada tingkat selanjutnya yaitu *first difference-intercept* pada semua variabel. Berikut ini adalah hasil uji stasioneritas tingkat *first difference-intercept*:

Tabel 4
HASIL UJI ADF: FIRST DIFFERENCE-INTERCEPT

Variabel	ADF t-statistik	MacKinnon Critical Value		
		1%	5%	10%
IHSG	-9.054998	-3.476805	-2.881830	-2.577668
M ₂	-11.62109	-3.476805	-2.881830	-2.577668

Sumber: Hasil estimasi menggunakan Eviews 4.1.

Uji stasioneritas yang dilakukan pada tingkat *first difference-intercept* telah menunjukkan bahwa semua variabel telah stasioner. Hal ini dapat diketahui dari nilai ADF t-statistik yang lebih besar dibandingkan dengan nilai *Mackinnon Critical Value* baik 1%, 5%, maupun 10%. Dengan demikian, variabel-variabel tersebut dapat digunakan pada proses regresi

selanjutnya pada tingkat *first difference-intercept*.

Hasil uji kointegrasi pada masing-masing model dengan menggunakan pendekatan Johansen adalah sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Uji Kointegrasi

Model	Tren Data	Trace Statistic	1% (Critical Value)
1	5	15,22103	23,46
2	1	52,56252	16,31

Sumber: Hasil estimasi menggunakan Eviews 4.1.

Pada model 1, nilai *Trace Statistic* lebih kecil daripada nilai kritisnya pada tingkat signifikansi 1%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa model 1 pada tingkat signifikansi 1% tidak terjadi kointegrasi. Pada model 2, nilai *Trace Statistic* lebih besar daripada nilai kritisnya pada tingkat signifikansi 1%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa model 2 pada tingkat signifikansi 1% terjadi kointegrasi.

Kointegrasi ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang variabel independen kemungkinan mempengaruhi variabel dependen. Berdasarkan hasil estimasi pada Tabel 5, maka model 2 pada tingkat signifikansi 1% terjadi kointegrasi, artinya M₂ masih mempengaruhi IHSG dalam jangka panjang. Pada model 1, dengan tingkat signifikansi 1% tidak terjadi kointegrasi, artinya M₁ kemungkinan tidak mempengaruhi IHSG dalam jangka panjang. Berdasarkan syarat pengujian netralitas menurut model yang dikembangkan Fisher and Seater (1993) maka model 1 tepat digunakan dalam penelitian ini, sehingga perhitungan regresi dengan model Fisher dan Sieter (1993) yang dilakukan dengan menggunakan program Eviews 4.1 dilakukan terhadap model 1 OLS antara M₁ dan IHSG dari *lag* 1 (bulan 1) sampai dengan *lag* 36 (bulan 36). Hasil perhitungan regresi *lag* 36 dengan model 1 OLS antara M₁ dan IHSG berikut:

$$D(\ln(ihsg_t) - \ln(ihsg_{t-k})) = \alpha k + \beta k D(\ln(M1_t) - \ln(M1_{t-k})) + \epsilon_{kt}$$

Yang menghasilkan estimasi persamaan regresi linier sederhana:

$$Ihsg_1 - ihsg_{-36} = 0.004508 + 0.117077 M1_1 - M1_{-36}$$

SE	(0,274727)	(0,011180)
t	(0,426257)	(0,403256)
R²	0.001727	dw 1,641271

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil regresi tersebut dapat dilihat bahwa nilai R² sebesar 0,001727. Hal ini diartikan bahwa variasi dalam variabel IHSG mampu dijelaskan sebesar 0,17% oleh variabel M₁ dan sisanya sebesar 99,83 % dipengaruhi oleh variabel lain di luar model penelitian ini. Kecilnya R² ini menunjukkan pengaruh yang kecil dari M₁ terhadap IHSG. Pengujian t-statistik dilakukan dengan membandingkan nilai t_{tabel} dengan t_{hitung}. Pada uji t, H₀ ditolak apabila nilai t_{hitung} > t_{tabel} dan begitu pula sebaliknya. Penentuan t_{tabel} menggunakan *degree of freedom* (n-k-1) = 142, di mana jumlah obsevasi dalam penelitian (n) dalam penelitian ini sebesar 144 dan jumlah parameter (k) adalah 1 dengan tingkat kepercayaan 95% menghasilkan nilai t_{tabel} 1,96. Uji t variabel M₁ menunjukkan berada pada H₀ diterima, dimana t_{hitung} yaitu 0,42 lebih kecil daripada t_{tabel} yaitu 1,96. Gagalnya menolak H₀ tersebut berarti variabel M₁ tidak signifikan mempengaruhi variabel IHSG pada tingkat signifikansi 5%.

Koefisien $\hat{\alpha}_k$ pada model ini digunakan untuk membuktikan adanya pengaruh M₁ terhadap IHSG dalam jangka panjang. Semua variabel ditransformasikan dalam bentuk logaritma natural (Ln), koefisien $\hat{\alpha}_k$ diartikan setiap 1% pertumbuhan M₁ akan mempengaruhi IHSG sebesar koefisien $\hat{\alpha}_k$. Hipotesis dari model tersebut sebagai berikut:

H₀ = variabel independen tidak mempengaruhi variabel dependen (netral)

H_a = variabel independen mempengaruhi variabel dependen (tidak netral)

Tabel 6
Hasil Regresi M₁ Terhadap Ihsg

<i>K</i>	$\hat{\alpha}_k$	SE _k	t _k	<i>p-value</i>
1	0.06116	0.179728	0.340292	0.7341
2	0.023717	0.243508	0.097397	0.9226
3	0.012438	0.23095	0.053855	0.9571
4	0.115337	0.209512	0.550506	0.5829
5	0.01859	0.212222	0.087597	0.9303
6	-0.17383	0.255138	-0.68133	0.4968
7	-0.00948	0.217534	-0.04359	0.9653
8	-0.09025	0.229519	-0.39323	0.6948
9	0.153423	0.256443	0.598274	0.5507
10	0.099575	0.220058	0.452494	0.6517
11	-0.01921	0.222971	-0.08614	0.9315
12	-0.20945	0.322347	-0.64976	0.517
13	0.114628	0.212081	0.540491	0.5898
14	0.038065	0.223749	0.170126	0.8652
15	0.404994	0.2439	1.660491	0.0993
16	0.116066	0.232635	0.498917	0.6187
17	-0.14394	0.191323	-0.75231	0.4533
18	-0.42447	0.232355	-1.82683	0.0701
19	0.010836	0.208298	0.05202	0.9586
20	0.017473	0.203211	0.085986	0.9316

Sumber: Hasil estimasi menggunakan Eviews 4.1.

Selama periode penelitian, *p-value* pada setiap *k* periode melebihi tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis bahwa M₁ tidak mempengaruhi IHSG (netral) di Bursa Efek Indonesia tidak dapat ditolak. Simpulan ini membenarkan penelitian yang dilakukan oleh Habibullah *et al.*, (2000) yang menyatakan bahwa M₁ tidak mempengaruhi (netral) IHSG dalam jangka panjang.

Pergerakan indeks sangat dipengaruhi oleh ekspektasi investor atas kondisi fundamental negara maupun global seperti tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar, jumlah uang beredar, dan faktor-faktor non ekonomi seperti kondisi sosial dan politik, dan faktor lainnya. Harga saham akan terbentuk dari tawar menawar para investor di pasar modal dengan menggunakan informasi yang tersedia. Harga saham hari ini yang dinilai investor akan naik jika dividen yang diperkirakan/diharapkan naik atau jika harga saham yang diperkirakan ketika saham tersebut dijual naik (*capital gain*). Harga saham hari

ini yang dinilai investor akan turun bila tingkat suku bunga meningkat.

Penawaran uang atau jumlah uang beredar (JUB) yaitu M_1 (uang dalam arti sempit) yang terdiri dari uang kartal dan uang giral, dan M_2 (uang dalam arti luas) yang terdiri dari M_1 ditambah uang kuasi. M_1 menggambarkan jumlah uang yang dipegang oleh masyarakat dalam bentuk yang paling likuid. Peningkatan penawaran uang akibat peningkatan M_1 ini akan berdampak positif terhadap IHSG ketika peningkatan dana yang dipegang oleh masyarakat digunakan untuk melakukan investasi di bursa saham, sehingga akan menaikkan harga saham-saham yang nantinya akan berpengaruh pada kenaikan IHSG.

Hasil penelitian menggunakan model yang dikembangkan Fisher and Seater (1993) melalui metode OLS seperti yang ditunjukkan pada Tabel 6, menunjukkan bahwa M_1 justru tidak mempunyai dampak (netral) terhadap IHSG. Investor mungkin telah mengantisipasi kebijakan moneter Bank Sentral dalam mempengaruhi IHSG di Bursa Efek Indonesia. Oleh karena investor telah mengantisipasi dengan memperkirakan dampaknya terhadap IHSG maka kebijakan penawaran uang melalui peningkatan M_1 tidak memberikan dampak pada fluktuasi harga saham di Bursa Efek Indonesia. Hal ini sesuai dengan hipotesis pasar efisien bahwa harga-harga dari sekuritas di pasar keuangan sepenuhnya mencerminkan semua informasi

yang tersedia, pertumbuhan M_1 sepenuhnya tercermin pada harga saham. Investor tidak dapat merumuskan aturan jual beli saham yang menguntungkan dengan menggunakan informasi M_1 .

Uang kuasi meliputi tabungan, deposito berjangka, dan rekening valuta asing. Uang kuasi menggambarkan jumlah uang yang dipegang masyarakat di lembaga-lembaga keuangan seperti bank. Peningkatan M_2 (penawaran uang dalam arti luas) karena peningkatan uang kuasi akan mengakibatkan IHSG menurun ketika kelebihan dana yang dipegang masyarakat disalurkan ke lembaga keuangan dalam bentuk tabungan maupun deposito berjangka. Walaupun lembaga keuangan seperti bank juga menggunakan dana pihak ketiga (DPK) yang didapat dari masyarakat untuk bertransaksi di pasar modal, namun bank lebih banyak menempatkannya pada surat-surat berharga (SSB) yang diterbitkan pemerintah atau yang berkualitas *investment grade*, sehingga tidak terlalu berpengaruh pada transaksi di pasar modal.

Penelitian ini menyimpulkan bahwa peningkatan M_2 berpengaruh terhadap pergerakan IHSG. Hal ini sekaligus menyimpulkan bahwa M_2 mempengaruhi (tidak netral) terhadap IHSG dalam jangka panjang. M_2 tidak memenuhi salah satu syarat yang diajukan dalam model yang dikembangkan oleh Fisher and Seater (1993) untuk menguji kenetralan uang karena antara M_2 dan IHSG terkointegrasi, yang berarti M_2 dapat

Tabel 7
 M_2 dan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2008 (dalam Miliar Rp)

Bulan	M_1	Uang Kuasi	M_2	IHSG
Januari	420.298	1.168.664	1.588.962	2,627.25
Februari	411.327	1.184.763	1.596.090	2,721.94
Maret	419.746	1.167.049	1.586.795	2,447.30
April	427.028	1.181.846	1.608.874	2,304.52
Mei	438.544	1.197.839	1.636.383	2,444.35
Juni	466.708	1.232.772	1.699.480	2,349.11
Juli	458.739	1.220.281	1.679.020	2,304.51
Agustus	452.445	1.222.986	1.675.431	2,165.94
September	491.729	1.294.521	1.768.250	1,832.51
Oktober	471.354	1.331.578	1.802.932	1,256.70
November	475.053	1.366.110	1.841.163	1,241.54

Sumber: Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia.

mempengaruhi IHSG dalam jangka panjang. Pengaruh M_2 terhadap IHSG dapat negatif dapat positif tergantung bagian mana dari M_2 yang meningkat. Ketika peningkatan M_2 disumbang lebih banyak oleh peningkatan M_1 yang tidak diantisipasi sebelumnya akan berdampak positif terhadap IHSG karena peningkatan dana yang dipegang oleh masyarakat digunakan untuk melakukan investasi di bursa saham, sehingga akan menaikkan harga saham-saham yang nantinya akan berpengaruh pada kenaikan IHSG. Namun, jika peningkatan M_2 karena peningkatan uang kuasi maka akan mengakibatkan IHSG menurun karena kelebihan dana yang dipegang masyarakat diserap oleh lembaga keuangan dalam bentuk tabungan maupun deposito berjangka. Selain itu, ketika M_2 meningkat yang menyebabkan inflasi yang tinggi, maka peningkatan inflasi ini akan menekan perusahaan dan menaikkan risiko memegang saham sehingga akan menurunkan harga saham.

Hal ini terbukti, pada tahun 2008 ketika peningkatan penawaran uang (M_2) disumbang oleh peningkatan uang kuasi maka IHSG cenderung menurun. M_1 pada tahun 2008 berfluktuasi, ketika M_1 meningkat dan mencapai puncaknya pada bulan September sebesar Rp491,729 triliun, IHSG pada waktu itu meningkat mencapai 1832,51 poin. Setelah bulan September, peningkatan penawaran uang disumbang oleh peningkatan M_2 , IHSG pun setelah bulan September cenderung mengalami penurunan.

Pada bulan maret, pada saat M_1 meningkat, pada saat yang sama IHSG menurun. Hal ini tidak bertentangan dengan hipotesis pasar efisien, peningkatan M_1 bersamaan dengan kondisi global yang tidak stabil akibat jatuhnya bank investasi Lehman Brother di AS. Kondisi yang tidak diprediksikan sebelumnya membuat peningkatan M_1 yang harusnya positif berubah menjadi negatif. Investor melakukan aksi tarik dana pada pasar saham untuk menghindari kerugian akibat risiko memegang saham. Risiko tersebut di antaranya adalah terkait dengan sentimen kondisi likuiditas bank dan kekawatiran mulai menurunnya laba emiten sektor pertambangan dan pertanian searah dengan kejatuhan harga komoditas. Selain itu, Bank Indonesia meningkatkan suku bunga untuk mengatasi tekanan inflasi minat masyarakat untuk menyimpan uangnya di bank kembali meningkat. Investor mensubstitusikan saham ke dalam aset yang lebih aman.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, maka simpulan penelitian adalah 1) M_1 tidak mempengaruhi IHSG dalam jangka panjang dan pasar lebih efisien didasarkan pada asumsi bahwa harga-harga dari sekuritas di pasar keuangan sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia, sehingga apabila informasi yang diumumkan sudah diperkirakan harga saham tidak akan berubah. Adanya informasi baru yang tidak diantisipasi sebelumnya akan berpengaruh pada ekspektasi investor yang akhirnya akan berpengaruh pada IHSG; 2) M_2 mempengaruhi IHSG dalam jangka panjang IHSG Berdasarkan hasil estimasi, variabel M_2 terintegrasi dengan IHSG, sehingga M_2 masih dapat mempengaruhi IHSG dalam jangka panjang; dan 3) Pasar saham menjadi tidak efisien dalam hal ini karena perubahan variabel M_2 tidak terefleksi pada harga saham, maka investor dapat menggunakan informasi mengenai perubahan M_2 dalam aturan jual beli saham nya. Dampak positif atau negatifnya tergantung dari bagian mana dari M_2 yang membuat penawaran uang meningkat. Peningkatan penawaran uang akibat peningkatan M_1 ini akan berdampak positif terhadap IHSG, sedangkan peningkatan penawaran uang karena peningkatan uang kuasi maka akan mengakibatkan IHSG menurun.

Saran

Jumlah uang beredar dalam arti luas (M_2) merupakan variabel yang lebih berpengaruh terhadap IHSG daripada jumlah uang beredar dalam arti sempit (M_1). Dengan demikian, diharapkan kebijakan ekonomi terutama di bidang moneter harus difokuskan untuk menjaga stabilitas jumlah uang beredar dalam arti luas (M_2). Penelitian mengenai kenetralan uang terhadap harga saham seringkali secara umum (IHSG), sehingga diharapkan adanya penelitian lain dengan melihat kenetralan uang terhadap harga saham secara sektoral untuk melengkapi penelitian ini agar lebih sempurna.

DAFTAR PUSTAKA

- Bank Indonesia. 2010. *Laporan Tahunan Bank Indonesia*. Berbagai Terbitan 1998-2009. Jakarta: Bank Indonesia.
- Bank Indonesia. 2010. *Laporan Tahunan Perekonomian Indonesia*. Berbagai Edisi Penerbitan. www.bi.go.id. Bank Indonesia: Jakarta.
- _____. 2010 *Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia*. Berbagai Edisi Penerbitan. www.bi.go.id. Bank Indonesia: Jakarta.
- Badan Pusat Statistik. *Statistik Indonesia*. Berbagai Edisi Penerbitan. www.bps.go.id. Badan Pusat Statistik: Jakarta
- Baltagi, Badi H. 2002. *Econometric Analysis of Panel Data*. Second Edition. New York: John Wiley & Sons. Ltd.
- Chen, Shyh-Wei dan Chung-Hua Shen. 2007. "Real Effect of Money on Real Stock Price in Taiwan". *The Empirical Economics Letters*. 6 (3):217-224.
- Friedman, M. & Schwartz, A. J. 1963. "Money and Business Cycles". *Review of Economics and Statistics* 45 (1):485.
- Habibullah, Muzafar Shah, *et al.* 2010. "Is Money Neutral in Stock Market?: The Case of Malaysia". *Economics Bulletin*. 30 (3):1-9.
- Habibullah, Muzafar Shah dan Baharumshah, Ahmad Zubaidi. 1996. "Money, Output and Stock Prices in Malaysia: An Application of the Cointegration Test". *International Economic Journal*. 10 (2):121-130.
- Hamburger, Michael J. dan Lewis A. Kochin. 1972. "Money and Stock Prices". *The Journal of Finance*. 27(5): 231-249.
- Hermanto dan Manurung. 2002. "Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Nilai Kurs Dolar Amerika, Jumlah Uang Beredar (M2), Pembelian Bersih Investor Asing di BEJ terhadap IHSG di BEJ Periode Januari 1998-Maret 2002". *Usahawan* Agustus.
- Maysami, Ramin Cooper, Lee Chuin Howe, and Mohamad Atkin Hamzah. 2004. "Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-s Sector Indices". *Jurnal Pengurusan*. (24):47-77.
- Newey, W.K. and West, K.D. 1987. "A simple, positive semi-definite, hetercedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix". *Econometric* 55:703-708.
- _____, 1987. *Ekonomi Moneter*, BPFE UGM: Yogyakarta.
- Palmer, Michael. 1970. "Money Supply, Portofolio Adjustment and Stock Prices". *Financial Analysts Journal*. (7-8):19-22.
- Parkin, Michael dan Robin Bade, 1983. *Modern Macroeconomics*. Phillip Allen Publisher Limited, Market Place Diddington: Oxford.

ANALISIS EMPIRIS NETRALITAS UANG DI INDONESIA

Endang Setyawati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta
Jalan Seturan Yogyakarta 55281
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155
E-mail: endang.setyawati@stieykpn.ac.id

ABSTRACT

This research has purpose to provide empirical evident about relationship between inflation and economic growth in Indonesia through the implementation of money neutrality theory. Using annual data covering the period from 1980 to 2010, vector autoregressive (VAR) model, and Granger causality test, the empirical result reveal that no causality relationship from inflation to economic growth, and *vice versa*. So, neutrality of money can be confirmed for Indonesia.

Keywords: money neutrality, var model, granger causality test

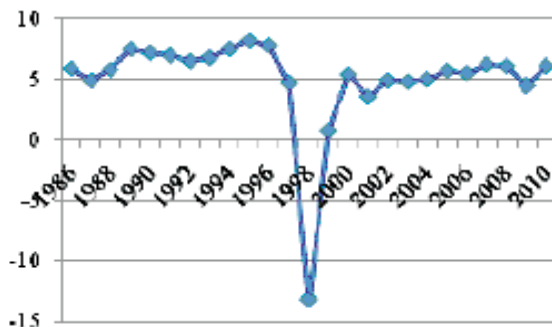
PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi dan inflasi merupakan indikator ekonomi makro yang penting dalam perekonomian. Pertumbuhan ekonomi menunjukkan besarnya persentase perubahan Produksi Domestik Bruto (PDB) sebagai nilai produksi total dan pengeluaran total nasional terhadap output barang dan jasa, sedangkan inflasi menunjukkan kenaikan harga barang dan jasa yang diukur dari perubahan indeks harga konsumen (Mankew, 2007). Setiap perekonomian dikelola untuk menciptakan pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan laju inflasi yang rendah. Suatu negara yang mampu

menciptakan pertumbuhan ekonomi menunjukkan terjadinya peningkatan kegiatan ekonomi di negara tersebut, baik kegiatan produksi maupun kegiatan konsumsi masyarakatnya, sedangkan laju inflasi yang rendah menunjukkan harga barang dan jasa pada perekonomian tersebut stabil.

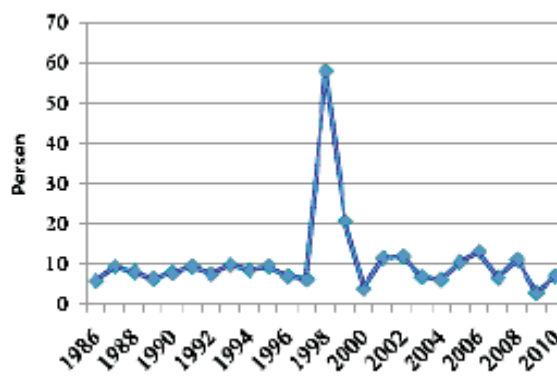
Pertumbuhan ekonomi yang tinggi dibutuhkan dalam suatu perekonomian. Pertumbuhan ekonomi yang tinggi dapat menciptakan investasi dan investasi yang terjadi dapat menciptakan lapangan pekerjaan bagi penduduk yang sedang mencari pekerjaan (menganggur). Data perekonomian Indonesia menunjukkan bahwa dengan tingkat pertumbuhan ekonomi sebesar 6,1% yang dapat dicapai pada tahun 2010, setiap 1% kenaikan PDB (pertumbuhan ekonomi) dapat menciptakan 548.000 lapangan kerja baru (BPS, 2010). Dengan kata lain, setiap 1% terciptanya pertumbuhan ekonomi akan dapat menyerap tenaga kerja baru sebanyak 548.000 orang.

Perekonomian Indonesia mengalami pertumbuhan yang positif dari tahun ke tahun, namun pada saat perekonomian Indonesia mengalami krisis moneter pada tahun 1998, perekonomian Indonesia mengalami kontraksi (pertumbuhan negatif) sebesar -13,1%. Rata-rata pertumbuhan ekonomi Indonesia per tahun pada masa sebelum krisis moneter tahun 1998 lebih tinggi dari pada rata-rata pertumbuhan ekonomi per tahun setelah krisis moneter tahun 1998. Gambar 1 menunjukkan perkembangan pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 1986 sampai dengan tahun 2010.



Gambar 1
Pertumbuhan Ekonomi Indonesia, Tahun 1986-2010

Perekonomian Indonesia dalam periode 1986-1997 (sebelum krisis moneter tahun 1998) mengalami pertumbuhan rata-rata per tahun sebesar 6,65%, sedangkan dalam periode tahun 1999-2010 (setelah krisis moneter tahun 1998) perekonomian Indonesia tumbuh rata-rata per tahun sebesar 4,89%. Jika dilihat dari besaran pertumbuhan ekonomi rata-rata per tahun, maka dapat diketahui bahwa perekonomian Indonesia pada masa sebelum krisis moneter tahun 1998 mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi daripada masa sesudah krisis moneter tahun 1998. Tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia yang tinggi pada masa sebelum krisis moneter tahun 1998 menempatkan Indonesia sebagai salah satu macan Asia. Harga-harga barang dan jasa pada perekonomian Indonesia beberapa tahun sebelum krisis moneter tahun 1998 relatif stabil. Hal ini ditunjukkan oleh laju inflasi pada masa itu relatif konstan. Gambar 2 berikut ini menunjukkan pergerakan laju inflasi Indonesia dalam periode tahun 1986-2010.



Gambar 2
Laju Inflasi di Indonesia, Tahun 1986-2010

Perekonomian Indonesia selama periode tahun 1986-1997 (periode sebelum krisis moneter tahun 1998) mengalami kenaikan harga-harga barang dan jasa (inflasi) sebesar 7,92% rata-rata per tahun. Pada saat krisis moneter tahun 1998 laju inflasi Indonesia cukup tinggi, yaitu mencapai 58%. Pada saat terjadinya krisis moneter, nilai rupiah sangat merosot terhadap mata uang asing. Sebelum krisis harga US\$1 hanya sekitar Rp2.400, namun pada saat krisis moneter harga US\$1 meningkat sangat tinggi, yaitu sekitar Rp17.000. Kenaikan harga US\$ yang sangat tinggi ini menyebabkan terganggunya produksi barang dan jasa di dalam negeri, sehingga terjadi kelangkaan barang dan jasa. Hal ini mendorong harga-harga naik sangat tinggi (inflasi)

Laju inflasi di Indonesia yang terjadi dalam periode 1999-2010 (periode setelah krisis moneter 1998) cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan dalam periode sebelum krisis, yaitu sebesar 9,31% rata-rata per tahun. Namun laju inflasi dalam periode tahun 1999-2010 lebih berfluktuasi dibandingkan dengan laju inflasi dalam periode tahun 1986-1997. Perbedaan laju inflasi antara masa sebelum krisis moneter tahun 1998 dan setelah masa krisis moneter tahun 1998 mencerminkan bahwa harga-harga barang dan jasa dalam periode sebelum krisis moneter lebih stabil daripada harga-harga barang dan jasa setelah krisis moneter tahun 1998.

Stabilitas harga yang terjadi pada periode sebelum krisis moneter tahun 1998 disebabkan oleh banyak faktor, di antaranya adalah keberhasilan Indonesia dalam melaksanakan program swasembada pangan. Pergolakan harga pangan yang terjadi pada periode sesudah krisis moneter tahun 1998 memberi kontribusi yang signifikan dalam menciptakan kenaikan harga (inflasi) pada periode tersebut, sedangkan faktor yang menyebabkan harga-harga relatif stabil pada periode sebelum krisis adalah harga bahan bakar minyak (BBM) dan kurs valuta asing juga relatif stabil. Harga BBM merupakan salah satu unsur penting pembentuk biaya produksi. Kenaikan harga BBM akan direspon oleh produsen dengan menaikkan harga.

Stabilitas nilai tukar (kurs) valuta asing memberikan kontribusi yang baik pada harga-harga barang dan jasa di Indonesia yang struktur produksinya banyak menggunakan bahan baku dan bahan penolong dari barang-barang impor. Stabilitas nilai tukar valuta asing pada periode sebelum krisis moneter 1998

disebabkan pada periode tersebut pemerintah menganut rezim kontrol devisa yang mengambang terkendali dalam mengelola devisa. Kurs valuta asing ditentukan dengan rentang kendali. Ketika kurs mempunyai kecenderungan melampaui rentang kendali yang telah ditetapkan oleh pemerintah, Bank Indonesia melakukan intervensi dengan membeli atau menjual valuta asing.

Dalam literatur ekonomi terdapat banyak teori yang menjelaskan hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi, baik langsung maupun tidak langsung. Tingkat inflasi mempunyai hubungan negatif dengan pertumbuhan ekonomi. Pada masa tingkat inflasi yang tinggi, kebijakan investasi masyarakat lebih banyak pada investasi yang tidak produktif, seperti logam mulia dan tanah. Rendahnya investasi yang produktif pada masa inflasi tinggi menyebabkan produksi nasional menurun (Setyowati, 2007).

Inflasi dan pertumbuhan ekonomi juga memiliki hubungan tidak langsung, yaitu melalui pengangguran. Hasil penelitian yang dilakukan terhadap perekonomian Inggris yang dilakukan oleh Phillips menggunakan data tahun 1865-1956 memperoleh bukti empiris adanya hubungan negatif antara tingkat pengangguran dengan tingkat inflasi (Mangkoesobroto, 1999). Artinya, pada saat tingkat pengangguran rendah, tingkat inflasi tinggi. Sebaliknya tingkat inflasi rendah terjadi pada saat tingkat pengangguran tinggi. Arthur Okun menggambarkan secara grafik hubungan antara tingkat pengangguran dengan persentase perubahan PDB riil perekonomian Amerika Serikat tahun 1951-2003. Persentase perubahan PDB riil adalah tingkat pertumbuhan ekonomi. Sebaran titik-titik persentase perubahan PDB riil dan perubahan tingkat pengangguran membentuk pola yang menurun. Pola ini menggambarkan hubungan negatif antara pertumbuhan ekonomi dengan tingkat pengangguran. Hukum Okun menyatakan pada tingkat pengangguran yang tinggi akan terjadi penurunan pertumbuhan ekonomi (Mankew, 2007).

Hubungan antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi dijelaskan dalam teori netralitas uang. Menurut teori netralitas uang, peristiwa-peristiwa di sektor moneter independen dengan peristiwa-peristiwa di sektor riil. Dengan demikian, kebijakan pengendalian laju inflasi (kebijakan di sektor moneter) tidak akan berpengaruh terhadap PDB (sektor riil). Penelitian ini

bertujuan untuk menemukan bukti empiris berlakunya teori netralitas uang pada perekonomian Indonesia.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

PDB menunjukkan nilai barang dan jasa yang dihasilkan oleh suatu perekonomian pada satu periode tertentu. Tingkat pertumbuhan ekonomi adalah tingkat di mana PDB meningkat (Dornbusch *et.al.*, 2008). Inflasi adalah kenaikan harga-harga barang secara umum dan terus menerus (Boediono, 1982). Inflasi yang tinggi dapat berdampak negatif terhadap perekonomian, seperti berikut ini 1) mendorong masyarakat untuk berinvestasi pada kegiatan-kegiatan yang bersifat spekulatif; 2) tingkat bunga akan cenderung meningkat; 3) menimbulkan ketidakpastian mengenai keadaan ekonomi di masa yang akan datang; dan 4) menimbulkan masalah pada neraca pembayaran (Setyowati, 2007).

Tingginya investasi masyarakat pada kegiatan-kegiatan yang bersifat spekulatif, seperti membeli emas, tanah, menyebabkan rendahnya kegiatan investasi yang produktif. Kenaikan tingkat bunga disebabkan oleh kebijakan pemerintah (bank sentral) yang kontraktif (mengurangi jumlah uang beredar di masyarakat) juga akan mengurangi daya tarik pengusaha melakukan kegiatan investasi yang bersifat produktif. Ketidakpastian kondisi perekonomian di masa yang akan datang sebagai akibat dari tingginya laju inflasi akan menyulitkan pengusaha untuk membuat perencanaan, sehingga dorongan para pengusaha untuk berinvestasi akan rendah. Rendahnya investasi pengusaha pada kegiatan-kegiatan yang bersifat produktif ini menyebabkan pertumbuhan ekonomi akan rendah.

Hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi telah banyak dijelaskan, baik secara teoritis maupun berdasar hasil penelitian empiris. Salah satu teori yang menjelaskan secara komprehensif hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi adalah Teori *Aggregate Demand* (AD) dan *Aggregate Supply* (AS) yang dikemukakan oleh Keynes (Gokal, 2004). AD adalah permintaan nasional terhadap barang dan jasa dan AS adalah penawaran nasional terhadap barang dan jasa dalam perekonomian. Hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi dijelaskan dengan menggunakan grafik seperti Gambar 3a dan Gambar 3b. Gambar 3a menunjukkan pada awalnya perekonomian

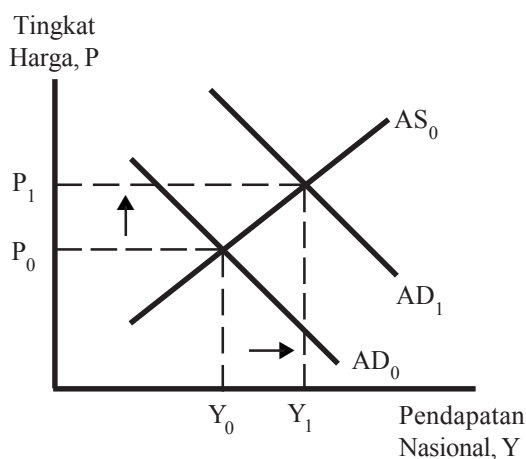
pada kondisi keseimbangan yang ditunjukkan oleh perpotongan antara kurva AD_0 dan kurva AS_0 . Pada kondisi tersebut tingkat harga umum sebesar P_0 dan pendapatan nasional sebesar Y_0 . Jika terjadi kenaikan permintaan agregatif (nasional) terhadap barang dan jasa, sedangkan penawaran agregatif tidak berubah, maka kurva AD bergeser dari AD_0 menjadi AD_1 . Pergeseran kurva AD ke kanan atas AD_0 menjadi AD_1 , sementara kurva AS tidak berubah pada AS_0 , menyebabkan harga naik dari P_0 menjadi P_1 dan pendapatan nasional (Y) meningkat dari Y_0 menjadi Y_1 . Kenaikan tingkat harga umum menunjukkan terjadinya inflasi dan kenaikan pendapatan nasional menunjukkan terjadinya pertumbuhan ekonomi. Dalam kondisi ini dapat disimpulkan terdapat hubungan positif antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi.

Hubungan positif antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi ini juga dijelaskan dalam teori Tobin yang dikenal dengan istilah Efek Tobin. Menurut Efek Tobin, inflasi menyebabkan individu-individu mengubah kekayaan dari uang menjadi kekayaan yang menghasilkan bunga, yaitu investasi. Kenaikan investasi menyebabkan kegiatan produksi menjadi lebih padat modal (*capital intensive*). Kegiatan produksi yang cenderung lebih padat modal akan mendorong meningkatnya produksi nasional (terjadi pertumbuhan

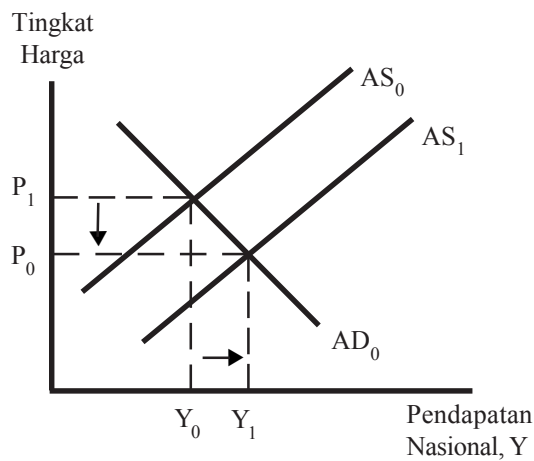
ekonomi).

Hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi dapat juga dijelaskan menggunakan teori AD-AS melalui perubahan penawaran agregatif terhadap barang dan jasa. Pada Gambar 3b, terjadinya kenaikan penawaran agregatif, sedangkan permintaan agregatif tidak berubah menyebabkan kurva AS bergeser dari AS_0 ke AS_1 dan kurva AD tidak berubah, yaitu pada kurva AD_0 . Akibat pergeseran kurva AS ke kanan bawah menyebabkan harga turun dari P_0 menjadi P_1 dan pendapatan nasional (Y) meningkat dari Y_0 menjadi Y_1 . Penurunan tingkat harga umum menunjukkan terjadinya inflasi negatif (deflasi) dan kenaikan pendapatan nasional menunjukkan terjadinya pertumbuhan ekonomi. Dalam kondisi ini dapat disimpulkan terdapat hubungan negatif antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi.

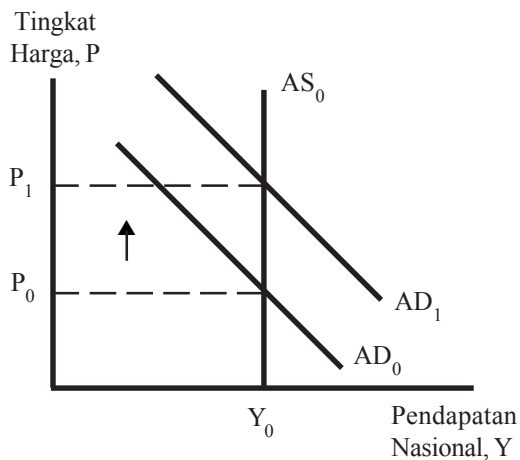
Pandangan ekonom klasik tentang hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi berbeda dengan pandangan Keynes dan Tobin. Ekonom klasik berpendapat tidak terdapat hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi. Pandangan klasik tentang hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan laju inflasi dapat dijelaskan dengan Gambar 4a dan Gambar 4b.



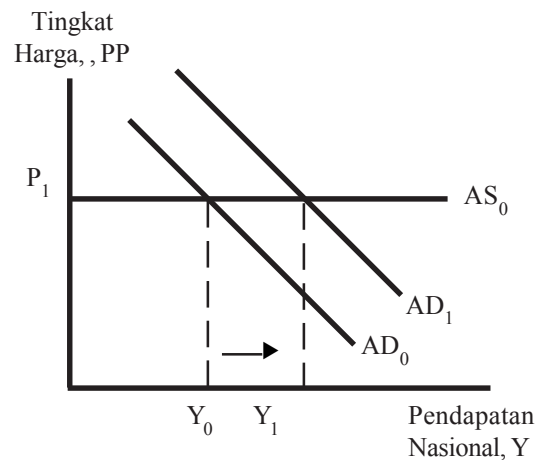
Gambar 3a
Perubahan AD



Gambar 3b
Perubahan AS



Gambar 4a
Kurva AS Vertikal



Gambar 4a
Kurva AS Horizontal

Gambar 4a menunjukkan keseimbangan perekonomian pada kondisi penawaran agregatif jangka panjang. Menurut pandangan klasik, bentuk kurva penawaran agregatif jangka panjang adalah vertikal sejajar dengan sumbu harga (Gartner, 2006). Berdasarkan gambar tersebut, kenaikan permintaan agregatif akibat kenaikan jumlah uang beredar, kenaikan pengeluaran pemerintah, atau penurunan pajak akan menggeser kurva AD ke kanan atas dari AD_0 menjadi AD_1 . Akibatnya tingkat harga umum naik, namun tidak mengubah output (pendapatan nasional). Dengan demikian, tidak terdapat hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Harga umum naik, tetapi output tidak berubah.

Kondisi perekonomian jangka pendek menurut pandangan ekonom klasik juga tidak terdapat hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi. Kurva penawaran agregatif jangka pendek berbentuk horisontal sejajar dengan sumbu output (pendapatan nasional) seperti yang terdapat pada Gambar 4b. Berdasarkan Gambar 4b, kenaikan permintaan agregatif menyebabkan bergesernya kurva AD ke kanan atas dari AD_0 menjadi AD_1 . Tingkat harga umum tidak mengalami perubahan, tetapi output (pendapatan nasional) meningkat. Dengan demikian, tidak terdapat hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Harga tidak berubah, tetapi output meningkat.

Pandangan klasik tentang hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi didukung oleh teori

netralitas yang menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan keterkaitan antara sektor moneter dengan sektor riil. Kebijakan pengendalian laju inflasi melalui kebijakan moneter, baik ekspansif maupun kontraktif tidak berpengaruh terhadap siklus bisnis (pertumbuhan ekonomi). Namun hasil pengamatan terhadap perekonomian Amerika Serikat menunjukkan bahwa penurunan tingkat output dan kesempatan kerja terjadi setelah bank sentral Amerika Serikat melakukan kebijakan moneter yang ekspansif (Mankew, 2007).

Hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi juga dijelaskan berdasarkan hasil penelitian empiris yang dilakukan di beberapa negara. Ilmi (2010) melakukan penelitian terhadap netralitas uang di Indonesia menggunakan data Indeks Harga Konsumen, Jumlah Uang Beredar, dan PDB pada periode kuartal 1 tahun 1990 sampai dengan kuartal 4 tahun 2009. Berdasarkan model *vector autoregressive* diperoleh simpulan bahwa di Indonesia tidak terjadi netralitas uang.

Erbaykal dan Okuyan (2008) melakukan penelitian terhadap hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi pada perekonomian Turki. Penelitian tersebut menggunakan data kuartalan pertumbuhan ekonomi dan inflasi Turki 1987:1 – 2006:2. Berdasarkan model *Autoregressive Distribution Lag* (ARDL) diperoleh bukti bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan dalam jangka panjang antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi, namun dalam jangka pendek

terdapat hubungan negatif yang signifikan antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Pengujian kausalitas terhadap pertumbuhan ekonomi dan inflasi diperoleh bukti bahwa pertumbuhan ekonomi tidak menyebabkan inflasi, namun inflasi dapat menyebabkan pertumbuhan ekonomi.

Rangarajan dan Arif (1990) melakukan penelitian tentang hubungan pengaruh antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi di India dengan menggunakan data tahunan dari tahun 1961 sampai dengan tahun 1985. Berdasarkan model *vector autoregressive* diperoleh simpulan bahwa perubahan harga (inflasi) tidak memiliki pengaruh terhadap perubahan output (pertumbuhan ekonomi).

Penelitian Bruno dan Easterly (1996) menggunakan data pertumbuhan pendapatan nasional per kapita dan laju inflasi tahun 1961-1992 di enam negara, yaitu Bolivia, Brazil, Chile, Ghana, Indonesia, Israel, dan Mexico. Penelitian tersebut tidak berhasil menemukan bukti adanya hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi pada laju inflasi yang rendah (kurang dari 40%). Namun dalam jangka pendek sampai dengan jangka menengah, ketika laju inflasi tinggi pertumbuhan ekonomi memiliki hubungan negatif dengan inflasi. Penelitian Gokal dan Hanif (2004) menggunakan data 140 negara tahun 1960-1998 dengan model regresi non linear menghasilkan simpulan bahwa terdapat hubungan yang lemah antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Hasil pengujian kausalitas satu arah dari pertumbuhan ekonomi ke inflasi.

Mallik dan Chowdhury (2001) meneliti hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi di empat negara Asia Selatan, yaitu Bangladesh, India, Pakistan, dan Sri Lanka. Periode penelitian, yaitu Bangladesh 1974-1997; India 1961-1997; Pakistan 1957-1997; dan Sri Lanka 1966-1997. Model yang digunakan adalah model kointegrasi dan model koreksi kesalahan. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan positif antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji berlakunya teori netralitas uang pada perekonomian Indonesia. Teori netralitas uang menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan keterkaitan antara sektor moneter dengan sektor riil. Kebijakan pengendalian laju inflasi melalui kebijakan moneter, baik ekspansif maupun kontraktif tidak berpengaruh terhadap siklus bisnis (pertumbuhan ekonomi). Data yang digunakan

dalam penelitian ini adalah pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi di Indonesia tahun 1980 hingga tahun 2010 yang diperoleh dari Statistik Indonesia tahun 1980-2010 serta Nota Keuangan dan RAPBN 1979/1980 hingga 2010.

Bentuk hubungan antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi dinyatakan dalam model dinamis antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi, tanpa diawali dengan argumentasi variabel mana yang merupakan variabel dependen (dipengaruhi) dan variabel mana yang merupakan variabel independen (mempengaruhi), yaitu model *vector autoregressive* (VAR Model) atau model *vector error correction* (VEC Model). Jika laju inflasi diberi simbol P dan tingkat pertumbuhan ekonomi diberi simbol G , maka spesifikasi model VAR atau model VEC antara kedua variabel tersebut adalah sebagai berikut:

$$P_t = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j G_{t-j} + \sum_{j=1}^k \gamma_j P_{t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_j UN_{t-j} + \mu_{1t}$$

$$G_t = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j G_{t-j} + \sum_{j=1}^k \gamma_j P_{t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_j UN_{t-j} + \mu_{2t}$$

G_t adalah tingkat pertumbuhan ekonomi pada periode t dan G_{t-j} adalah tingkat pertumbuhan ekonomi pada periode sebelumnya. P_t adalah laju inflasi pada periode t dan P_{t-j} adalah laju inflasi pada periode sebelumnya. μ merupakan *stochastic error terms*. Dalam istilah model VAR atau VEC disebut impuls atau inovasi, atau shok (Gujarati, 2003). Pemilihan model VAR atau model VEC tergantung dari kondisi data yang diamati. Jika data yang diamati stasioner pada level, maka model yang digunakan adalah model VAR, sedangkan jika data yang diamati tidak stasioner namun memiliki hubungan kointegrasi, maka model yang cocok digunakan adalah model VEC.

Sebelum melakukan pencarian model VAR atau model VEC, data mengenai pertumbuhan ekonomi dan inflasi terlebih dahulu dilakukan pengujian stasioneritas data tersebut. Suatu data *time series* dikatakan *stasioner* jika data tersebut memiliki rata-rata dan varians yang konstan sepanjang waktu dalam *time series*. Salah satu persyaratan yang harus dipenuhi dalam penggunaan model VAR adalah bahwa data yang

diamati harus stasioner. Jika terdapat variabel yang tidak stasioner, langkah berikutnya adalah melakukan pengujian terhadap hubungan kointegrasi di antara semua variabel yang diamati. Penggunaan model VEC mensyaratkan variabel yang diamati memiliki hubungan kointegrasi.

Penelitian yang menggunakan data *time series* diperlukan informasi tentang stasioneritas data. Penggunaan data yang tidak stasioner dalam model regresi estimasi menyebabkan kesalahan standar koefisien regresi menjadi bias. Pengujian pengaruh dengan menggunakan cara konvensional terhadap data yang tidak stasioner menjadi tidak valid. Dengan kata lain, model regresi yang menggunakan variabel yang memiliki *unit roots* (tidak stasioner) mengakibatkan koefisien regresi estimasi menjadi tidak efisien. Identifikasi terhadap stasioneritas data dilakukan melalui *stationary stochastic process*. Melalui proses ini akan diketahui apakah stasioner atau tidak). Pengujian stasioneritas data dilakukan menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller (ADF Test)* untuk menguji stasioneritas data (*unit root*). Formulasi umum Uji ADF adalah sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Y_t adalah variabel yang diamati pada periode t , Y_{t-1} adalah nilai variabel Y pada satu periode sebelumnya, b_1 adalah konstanta, b_2 adalah koefisien tren, a_i adalah koefisien variabel lag Y , m adalah panjangnya *lag*, dan ε_t adalah *white noise error terms*. Hipotesis nol menyatakan bahwa $d = 0$. Artinya, Y_t memiliki *unit roots*. Jika data suatu variabel memiliki *unit roots*, maka disimpulkan bahwa data variabel tersebut tidak stasioner.

Langkah berikutnya adalah melakukan uji kausalitas antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi menggunakan Granger *Causality Test*. Pengujian ini dimulai dengan membuat rumusan hipotesis nol yang menyatakan bahwa inflasi tidak menyebabkan pertumbuhan ekonomi. Hubungan kausal antara dua variabel dapat berupa hubungan kausal satu arah dan hubungan kausal dua arah. Jika inflasi menyebabkan pertumbuhan ekonomi, tetapi pertumbuhan ekonomi tidak menyebabkan inflasi, maka hubungan kausal antara

inflasi dan pertumbuhan ekonomi adalah hubungan satu arah. Namun, jika inflasi menyebabkan pertumbuhan ekonomi dan pertumbuhan ekonomi menyebabkan inflasi, maka hubungan antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi disebut hubungan kausal dua arah. Bentuk persamaan regresi estimasi pada uji Granger *Causality Test* antara laju inflasi dan pertumbuhan ekonomi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$P_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i P_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j G_{t-j} + \varepsilon_{1t}$$

$$G_t = \sum_{i=1}^m \gamma_i P_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j G_{t-j} + \varepsilon_{2t}$$

P_t adalah laju inflasi pada tahun t , P_{t-1} adalah laju inflasi pada periode sebelumnya, G_t adalah pertumbuhan ekonomi pada tahun t , dan G_{t-1} adalah pertumbuhan ekonomi pada tahun sebelumnya. Hipotesis nol pada uji kausalitas menggunakan Granger *Causality Test* menyatakan bahwa inflasi tidak menyebabkan pertumbuhan ekonomi atau pertumbuhan ekonomi tidak menyebabkan inflasi.

HASIL PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan periode pengamatan tahun 1980-2010. Hasil pengolahan data deskriptif menunjukkan rata-rata pertumbuhan ekonomi per tahun selama periode penelitian adalah 5,15%, sedangkan laju inflasi pada tingkat yang lebih tinggi sebesar 10,45% per tahun. Perkembangan pertumbuhan ekonomi dan inflasi selama periode penelitian dibagi ke dalam periode sebelum krisis moneter 1998, yaitu 1980-1997 dan setelah krisis moneter tahun 1998, yaitu 1999-2010 seperti pada Tabel 1. Data pada Tabel 1 menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi rata-rata per tahun pada periode sebelum krisis moneter Indonesia lebih tinggi dibandingkan dengan pada periode setelah krisis moneter. Perekonomian Indonesia mengalami pertumbuhan ekonomi rata-rata sebesar 6,31% per tahun, sedangkan pertumbuhan ekonomi rata-rata pada periode setelah krisis moneter mengalami perlambatan, yaitu sebesar 4,74% per tahun. Perekonomian Indonesia mengalami kontraksi (pertumbuhan ekonomi

negatif) sebesar 13,1% pada masa krisis moneter tahun 1998.

Tabel 1
Pertumbuhan Ekonomi dan Laju Inflasi Indonesia, Tahun 1980-2010

Indikator Ekonomi	Periode		
	1980-1997	1998	1999-2010
Pertumbuhan Ekonomi	6.31	-13.10	4.74
Laju Inflasi	8.58	58.00	9.31

Grafik perkembangan pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi selama periode penelitian dapat dilihat pada Gambar 5. Nampak pada gambar tersebut pertumbuhan ekonomi relatif stabil selama periode penelitian, sedangkan laju inflasi sedikit berfluktuatif.

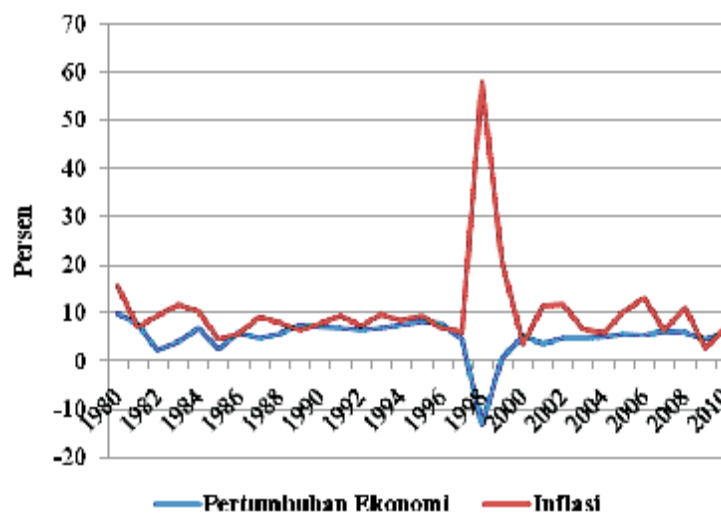
Penelitian ini menggunakan model *vector autoregressive* (VAR) yang membutuhkan pemenuhan terhadap asumsi stasioneritas data. Untuk menguji stasioneritas data menggunakan uji akar-akar unit (*unit roots test*). Data yang memiliki akar unit menunjukkan bahwa data tersebut tidak stasioner. Untuk mengetahui ada tidaknya akar unit pada data pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi di Indonesia dalam penelitian ini menggunakan Uji ADF. Data pada Tabel 2 menunjukkan hasil perhitungan data penelitian.

Tabel 2
Hasil Uji *Augmented Dickey-Fuller* Inflasi dan Pertumbuhan Ekonomi

Variabel	t-Statistik	Prob. (MacKinnon)	t-Kritis (5%)
Inflasi (P)	-4,74459	0,0007	-2,96397
Pertumbuhan Ekonomi (G)	-4,153688	0,0030	-2,96397

PEMBAHASAN

Hipotesis nol pada uji ADF menyatakan bahwa data memiliki akar unit. Sebuah data yang memiliki akar unit menunjukkan bahwa data tersebut tidak stasioner. Hasil perhitungan terhadap data laju inflasi diperoleh nilai hitung t sebesar -4,74459 dengan probabilitas sebesar 0,0007, sedangkan untuk data pertumbuhan ekonomi diperoleh nilai t hitung sebesar -4,153688 dengan nilai probabilitas 0,0030. Berdasarkan tingkat signifikansi 5%, nilai probabilitas untuk data pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi lebih kecil dibandingkan dengan tingkat signifikansi yang digunakan. Pengujian akar unit untuk data pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi menolak hipotesis nol. Dengan demikian, disimpulkan data pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi selama periode



Gambar 5
Pertumbuhan Ekonomi dan Inflasi, Tahun 1980-2010

penelitian adalah stasioner.

Setelah diketahui bahwa data pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi stasioner selama periode penelitian, langkah selanjutnya adalah membuat model VAR antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi. Berdasarkan model VAR dapat diketahui hubungan pengaruh antara pertumbuhan ekonomi dengan inflasi. Tabel 3a menunjukkan model VAR yang memberlakukan pertumbuhan ekonomi (G) sebagai variabel dependen dan inflasi (P) sebagai variabel independen. Kelambanan yang digunakan adalah 6. Persamaan VAR pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi adalah sebagai berikut:

VAR Model - *Substituted Coefficients*:
 $G = 1.1776 \cdot G(-1) + 0.019422 \cdot G(-2) - 1.1299 \cdot G(-3) - 0.6474 \cdot G(-4) - 0.25059 \cdot G(-5) + 0.33566 \cdot G(-6) + 0.409153 \cdot P(-1) + 0.019330 \cdot P(-2) - 0.461970 \cdot P(-3) - 0.229750 \cdot P(-4) - 0.172790 \cdot P(-5) + 0.128716 \cdot P(-6) + 10.76937$

Berdasar hasil perhitungan terhadap nilai t-statistik untuk setiap variabel inflasi seperti yang terdapat pada Tabel 3a relatif kecil. Jika dibandingkan dengan nilai t-kritis dengan tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan 25 sebesar 2,06 menunjukkan nilai t-statistik variabel inflasi untuk semua kelambanan lebih kecil daripada nilai t-kritis. Dengan demikian, pengujian memutuskan menerima hipotesis nol yang menyatakan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi.

Tabel 3a
Model VAR untuk Variabel Dependen Pertumbuhan Ekonomi (G) dan Inflasi (P) sebagai Variabel Independen

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-Statistik
P(-1)	0.409153	0.23945	1.70873
P(-2)	0.019330	0.32327	0.05979
P(-3)	-0.461970	0.27360	-1.68850
P(-4)	-0.229750	0.25390	-0.90489
P(-5)	-0.172790	0.27400	-0.63062
P(-6)	0.128716	0.23182	0.55525

Tabel 3b menunjukkan model VAR dengan laju inflasi sebagai variabel dependen dan pertumbuhan ekonomi sebagai variabel independen. Kelambanan yang digunakan sama seperti model VAR sebelumnya, yaitu 6. Persamaan VAR diperoleh sebagai berikut:

VAR Model - *Substituted Coefficients*:
 $P = -2.5379 \cdot G(-1) - 0.123410 \cdot G(-2) + 2.655326 \cdot G(-3) + 1.433705 \cdot G(-4) + 1.064522 \cdot G(-5) - 0.862260 \cdot G(-6) - 0.92184 \cdot P(-1) - 0.21718 \cdot P(-2) + 1.03149 \cdot P(-3) + 0.50474 \cdot P(-4) + 0.47142 \cdot P(-5) - 0.39553 \cdot P(-6) - 2.46088$

Berdasar hasil perhitungan terhadap nilai t-statistik untuk setiap kelambanan seperti yang terdapat pada Tabel 3b relatif kecil. Jika dibandingkan dengan nilai t-kritis dengan tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan 25 sebesar 2,06 menunjukkan nilai t-statistik variabel pertumbuhan ekonomi untuk semua kelambanan lebih kecil daripada nilai t-kritis. Dengan demikian, hasil pengujian memutuskan menerima hipotesis nol yang menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap laju inflasi.

Tabel 3b
Model VAR untuk Variabel Dependen Inflasi (P) dan Pertumbuhan Ekonomi (G) sebagai Variabel Independen

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-Statistik
G(-1)	-2.537920	1.73540	-1.46244
G(-2)	-0.123410	2.07518	-0.05947
G(-3)	2.655326	1.88340	1.40986
G(-4)	1.433705	1.79399	0.79917
G(-5)	1.064522	1.97416	0.53923
G(-6)	-0.862260	1.46824	-0.58720

Uji kausalitas antara pertumbuhan ekonomi dan inflasi dilakukan menggunakan uji kausalitas Granger. Hipotesis nol pada uji kausalitas Granger yang bertujuan untuk menguji pengaruh inflasi (P) terhadap pertumbuhan ekonomi (G) menyatakan bahwa inflasi tidak menyebabkan pertumbuhan ekonomi. Demikian juga halnya dengan hipotesis nol pada uji kausalitas Granger yang bertujuan untuk menguji pengaruh pertumbuhan ekonomi (G) terhadap pertumbuhan ekonomi (P) menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi

tidak menyebabkan laju inflasi.

Tabel 4 menunjukkan nilai statistik uji kausalitas Granger. Pengujian pengaruh inflasi terhadap pertumbuhan ekonomi menggunakan rumusan hipotesis nol yang menyatakan bahwa inflasi tidak menyebabkan pertumbuhan ekonomi. Uji kausalitas Granger dengan kelambanan 1 (*lag* 1) diperoleh nilai F statistik 0,97197 dengan nilai probabilitas 0,33290. Jika pengujian kausalitas Granger menggunakan tingkat signifikansi 5%, maka hasil pengujian adalah menerima hipotesis nol yang menyatakan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi. Demikian juga dengan uji kausalitas Granger dengan kelambanan 2 sampai dengan kelambanan 6 menghasilkan nilai probabilitas yang lebih besar daripada 5%. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa pengujian menerima hipotesis nol yang menyatakan inflasi tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi.

Uji kausalitas Granger yang digunakan untuk pengaruh pertumbuhan ekonomi (G) terhadap inflasi (P) menggunakan rumusan hipotesis nol yang menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak menyebabkan inflasi. Uji kausalitas Granger dengan kelambanan 1 (*lag* 1) diperoleh nilai F-statistik 1,73504 dengan nilai probabilitas 0,19880. Jika pengujian kausalitas Granger tersebut menggunakan tingkat signifikansi 5%, nilai probabilitas lebih besar daripada

tingkat signifikansi yang digunakan. Ini berarti pengujian menerima hipotesis nol yang menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap inflasi. Demikian juga dengan uji kausalitas Granger dengan kelambanan 2 sampai dengan kelambanan 6 menghasilkan nilai probabilitas untuk semua kelambanan (*lag*) yang digunakan lebih besar daripada 5%. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa pengujian menerima hipotesis nol yang menyatakan pertumbuhan ekonomi tidak menyebabkan inflasi.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dengan menggunakan model dinamis *vector autoregressive* (VAR) dan uji kausalitas Granger diperoleh simpulan bahwa teori netralitas uang berlaku bagi perekonomian Indonesia. Simpulan ini didasarkan 1) data laju infasi dan pertumbuhan ekonomi Indonesia selama periode penelitian (1980-2010) tidak memiliki akar unit. Dengan kata lain data pada penelitian ini bersifat stasioner; 2) model VAR untuk pertumbuhan ekonomi sebagai variabel dependen dan inflasi sebagai variabel independen sampai dengan kelambanan 6 menunjukkan bahwa inflasi tidak menyebabkan (tidak berpengaruh terhadap) pertumbuhan ekonomi. Demikian juga dengan hasil uji kausalitas sampai

Tabel 4
Nilai F-Statistik dan Nilai Probabilitas Uji Kausalitas Granger

Kelambanan (<i>lag</i>)	Nilai Statistik	Hipotesis Nol	
		P tidak menyebabkan G	G tidak menyebabkan P
1	F	0.97197	1.73504
	Prob.	0.33290	0.19880
2	F	0.69740	1.21332
	Prob.	0.50770	0.31480
3	F	0.44940	1.04295
	Prob.	0.72040	0.39410
4	F	0.67526	1.48066
	Prob.	0.61780	0.24950
5	F	1.54077	1.41762
	Prob.	0.23630	0.27400
6	F	1.11046	1.00615
	Prob.	0.41120	0.46490

dengan tingkat kelambanan 6 tidak menunjukkan adanya pengaruh inflasi terhadap pertumbuhan ekonomi; 3) model VAR untuk laju inflasi sebagai variabel dependen dan pertumbuhan ekonomi sebagai variabel independen sampai dengan kelambanan 6 menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak menyebabkan (tidak berpengaruh terhadap) inflasi. Demikian juga dengan hasil uji kausalitas sampai dengan tingkat kelambanan 6 tidak menunjukkan adanya pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap inflasi; dan 4) hasil pengujian dengan model VAR dan uji kausalitas Granger menunjukkan bahwa tidak ada hubungan kausal (pengaruh) antara laju inflasi (sebagai variabel sektor moneter) dan pertumbuhan ekonomi (sebagai variabel sektor riil).

Saran

Kebijakan pengendalian laju inflasi merupakan salah satu kebijakan penting dalam mengelola perekonomian. Namun di sisi lain kebijakan tersebut sering menimbulkan dampak negatif bagi perekonomian secara keseluruhan. Kurva Phillips menggambarkan hubungan antara laju inflasi dan tingkat pengangguran. Ketika laju inflasi rendah, tingkat pengangguran tinggi. Oleh karena itu, hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa upaya peningkatan kinerja perekonomian melalui cara meningkatkan pertumbuhan ekonomi tidak dapat dicapai melalui pengendalian laju inflasi karena hasil penelitian ini menunjukkan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap perekonomian. Sebaliknya, penanggulangan masalah kenaikan harga-harga (inflasi) tidak dapat dilakukan melalui peningkatan nilai produksi nasional (pertumbuhan ekonomi) karena hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak menyebabkan (mempengaruhi) inflasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Arbaykal, Erman dan Okuyan, Aydin, 2008, "Does Inflation Depress Economic Growth? Evidence from Turkey", *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 13, No.17, 2008.
- Badan Pusat Statistik, Statistik Indonesia, 1970 – 2010.
- Bruno, M. dan Easterly, 1995, *Inflation Crises and Long-Run Growth*, Policy Research Working Paper, World Bank.
- _____, 1996, *Inflation and Growth: In search of a Stable Relationship*, World Bank.
- Boediono, 1982, *Seri Sinopsis Ekonomi Makro*, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Departemen Keuangan Republik Indonesia, *Nota Keuangan dan RAPBN, 1970 – 2010*.
- Dumairy, 1996, *Perekonomian Indonesia*, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Dornbusch, Rudiger, et. al., 2008, *Macroeconomics*, 10th Edition, Mc. Graw-Hill International Edition.
- Enders, Walter, 2004, *Applied Econometric Time Series*. 2nd Edition, New York: John Wiley and Sons, Inc.
- Fisher, Irving, 1973, "Discovered the Phillips Curve: A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes", *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 2, Part 1 (Mar. - Apr., 1973).
- Gartner, Manfred, 2006, *Macroeconomics*, 2nd Edition, Prentice Hall.
- Gokal, Vikesh dan Hanif, Subrina, *Relationship between Inflation and Economic Growth*, Working Paper, Economics Departement Reserve Bank of Fiji.
- Gordon, Robert J., 1987, *Macroeconomics*, 4th Edition, Little, Brown and Company.
- Gordon, Robert J., 2004, *Productivity Growth, Inflation, and Unemployment*, The Collected Essays of Robert J. Gordon, Northwestern University, Cambridge University Press, didownload dari <http://www.cambridge.org>.
- Gujarati, D., 2003. *Basic Econometrics*. 4th Edition. Mc.Grow-Hill, New York.

Ilmi, Nurul, 2010, *Long-run Money Neutrality*, Tesis, Fakultas Ekonomi Universitas Andalas.

Mallik, Girijasankar dan Chowdhury, Anis, 2001, "Inflation and Economic Growth: Evidence from Four South Asia Countries", *Asia-Pacific Development Journal* Vol. 8, No. 1.

Mangkoesubroto, Guritno dan Algifari, 1999, *Teori Ekonomi Makro*, Edisi 2, BP STIE YKPN Yogyakarta.

Mankiw, N, Gregory, 2007, *Macroeconomics*, 6th Edition, Worth Publishers, New York.

Sachs, Jeffrey D. dan Larrain Felipe B. 1993, *Macroeconomics In The Global Economy*, Harvester Wheatsheaf.

Setyowati, Endang dkk., 2007, *Ekonomi Mikro Pengantar*, Edisi 2, BP STIE YKPN Yogyakarta.

Sims, C., 1980, "Macroeconomics and Reality". *Econometrica*, Vol. 48, No. 1. (Jan., 1980):1-48.

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, Salamaton, 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, Lincolin, 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 Sistematis 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*

Vol. 22, No. 2, Agustus 2011

ISSN: 0853-1259

JURNAL
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

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 Baldric 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. 22, No. 2, Agustus 2011

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

Vol. 21 No. 1, April 2010

Pangeran, Perminas, pp. 1-16, Pemilihan Sekuritas Dan Arah Kebijakan Struktur Modal: *Pecking Order* Ataupun *Static-Tradeoff*?

Budiyanti, Maria Susilowati, pp. 17-29, Pengaruh Investasi, Kepemilikan Manajerial, Dan *Leverage* Operasi Terhadap Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Dividen Dengan Kebijakan *Leverage* Keuangan

Safithri, Anny Laila dan Baldric Siregar, pp. 31-43, *Herding* Pada Keputusan Struktur Modal

Shanti, J.C. pp. 45-58, Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Sebelum Dan Sesudah Pembayaran Dividen Kas

Vol. 22, No. 2, Agustus 2011

ISSN: 0853-1259

JURNAL
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

Setiawan dan Rudy Badrudin, pp. 59-79, Kontribusi Industri Telekomunikasi Selular Terhadap Perekonomian Negara

Astuti, Tri, pp. 81-104, Analisis Pengaruh Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap *Return Saham* Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)

Vol. 21 No. 2, Agustus 2010

Pasaribu, Rowland Bismark Fernando, pp. 105-127, *Value At Risk Portofolio* Dan Likuiditas Saham

Prasasti, Hestu dan Baldric Siregar, pp. 129-151, Pola Atribusi Perusahaan Publik Di Indonesia

Susiati, Retno, pp. 153-170, Kontribusi Penyertaan Modal Bank Perkreditan Rakyat "Bank Pasar" Sleman Terhadap Pendapatan Asli Daerah Pemerintah Kabupaten Sleman Tahun 2001-2005

Sarwoko, pp. 171-179, Peranan Sektor Pariwisata Terhadap Perekonomian Indonesia

Eveline, Farida, pp. 181-198, Pengaruh *Adverse Selection*, Pembingkai Negatif, Dan *Self Efficacy* Terhadap Eskalasi Komitmen Proyek Investasi Yang Tidak Menguntungkan

Wahyuningrum, Dwi Asih, pp. 199-216, Analisis Dewan Direksi, Dewan Komisaris, *Cross-Directorships* Dewan, Dan Indikasi Manajemen Laba

Vol. 21 No. 3, Desember 2010

Pasaribu, Rowland Bismark Fernando Pasaribu, pp. 217-230, Pemilihan Model *Asset Pricing*

Radhi, Fahmy, pp. 231-242, Pengaruh Lingkungan Bisnis, Aliansi Stratejik, dan Strategi Inovasi terhadap Kinerja Perusahaan

Badrudin, Rudy, pp. 243-263, Rasio Kemampuan Keuangan Daerah Kabupaten/ Kota di Provinsi DIY Pasca Otonomi Daerah

Annas, Muflikhun, pp. 265-284, Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap *Return Saham* dengan Perilaku *Herding* sebagai Variabel Mediasi

Siregar, Baldric, pp. 285-295, Utang dan Divergensi Hak Kontrol dari Hak Aliran Kas

Utami, Indah Dewi Utami dan Rahmawati, pp. 297-306, Pengaruh Ukuran Perusahaan, Ukuran Dewan Komisaris, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Asing, dan Umur Perusahaan terhadap *Corporate Social Responsibility Disclosure* pada Perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Vol. 22, No. 2, Agustus 2011

ISSN: 0853-1259

JURNAL
AKUNTANSI & MANAJEMEN

Tahun 1990

Vol. 22 No. 1, April 2011

Hendarto, Kresno Agus, pp. 1-22, *Corporate Social Responsibility In Indonesia's National Press Context: A Preliminary Study*

Wasiaturrahma, pp. 23-38, *Komparasi Efektivitas Kebijakan Moneter dan Kebijakan Fiskal Jangka Pendek dan Jangka Panjang dalam Mempengaruhi Pertumbuhan Ekonomi Indonesia*

Badrudin, Rudy, pp. 39-66, *Pengaruh Belanja Modal pada Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah dan Pertumbuhan Ekonomi terhadap Kesejahteraan Masyarakat Kabupaten/Kota Di Provinsi Jawa Tengah*

Wijayanti, Handayani Tri, pp. 67-83, *Pengaruh Corporate Social Responsibility dan Manajemen Laba terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan*

Sarwoko, pp. 85-94, *Stasionaritas Produk Domestik Bruto Riil Perkapita dari Lima Besar Negara Asal Wisatawan Mancanegara ke Indonesia, Tahun 1970-2009*

Prajoga, Wisnu, pp. 95-106, *Pengaruh Kepribadian (Taksonomi Big Five Personality) pada Kinerja In-Role dan Extra-Role Karyawan*

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.qld.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.