



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH SUMBER PENDANAAN INTERNAL DAN
EKSTERNAL TERHADAP KEMAMPUAN PERUSAHAAN KELUARGA
BERINVESTASI**

TESIS

**UTAMI ARIA PUTERI
0906654714**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
MEI 2011**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH SUMBER PENDANAAN INTERNAL DAN
EKSTERNAL TERHADAP KEMAMPUAN PERUSAHAAN KELUARGA
BERINVESTASI**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister
Manajemen**

**UTAMI ARIA PUTERI
0906654714**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
MEI 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Utami Aria Puteri

NPM : 0906654714

Tanda Tangan : 

Tanggal : 21 Juni 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

Nama : Utami Aria Puteri
NPM : 0906654714
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Analisis Pengaruh Sumber Pendanaan Internal dan Eksternal terhadap Kemampuan Perusahaan Keluarga Berinvestasi

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing: Dr. Ancella Anitawati Hermawan, MBA. (



Penguji: Eko Rizkianto, ME



Penguji: Dr. Sylvia Veronica NPS



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 21 Juni 2011

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan atas kehadiran Allah SWT karena dengan rahmat dan ijin-Nya lah penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “Analisis Pengaruh Sumber Pendanaan Internal dan Eksternal terhadap Kemampuan Perusahaan Keluarga Berinvestasi”. Tujuan dari penulisan tesis ini adalah sebagai syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada program Magister Manajemen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Dalam penelitian ini, penulis banyak memperoleh bantuan dan dukungan dari berbagai pihak sehingga penelitian ini dapat terlaksana dengan baik. Ucapan terimakasih yang tak henti-hentinya disampaikan pada :

1. Ibu Dr. Ancella Anitawati Hermawan, MBA selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktu, pikiran, dan tenaga untuk membimbing saya dalam penelitian ini.
2. Bapak Prof. Rhenald Kasali, Ph.D selaku ketua program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia dan mentor saya yang telah memberikan banyak ilmu aplikasi dalam dunia manajemen.
3. Bapak Eko Rizkianto, MM dan Ibu Dr. Sylvia Veronica NPS selaku dosen – dosen penguji yang telah memberikan saran dan masukan untuk perbaikan tesis ini.
4. Papa dan Mama tercinta yang tak henti-hentinya memberikan semangat, dukungan, dan doa pada penulis.
5. Abang tersayang Yusuf Aria Putera dan adik tersayang Rahmi Aria Putri yang senantiasa menghibur dan memberikan keceriaan dikala penulis memperoleh kesulitan.
6. Seluruh staf pengajar Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah berbagi pengalaman dan pengetahuannya kepada penulis dan membimbing penulis dalam perkuliahan sehingga dapat sampai pada tahap ini.
7. Seluruh staf kampus dan staf perpustakaan Magister Manajemen Universitas Indonesia, yaitu : Pak Rusmanto, Pak Alex, Pak Siswo, dan Pak Dindin yang senantiasa memberikan kemudahan dikala penulis membutuhkan berbagai macam literatur untuk kebutuhan kuliah dan tesis. Pak Darngadi yang selalu

memberikan senyum dan semangat pagi bagi penulis saat memasuki pintu gedung MM. Bu Mini, Bu Linda, dan Pak Herman, dan staf-staf lainnya yang telah membantu dan memudahkan penulis dalam perkuliahan dan penyusunan tesis.

8. Seluruh teman-teman B092 Pagi, yaitu : Priska Niawati, Nindita Tridiyani, Nur Hanani Dinati, Nina Christina Transmisiyanti, Nadia Zahara, Wieny Prima Indrawati, Sefezy Fandiny, Judho Pratama, M. Caesar Rizal, M. Agung Yanuar, Supriya Yuwono, Satrio Pandutomo, Rahadi Bakri Hasibuan, dan Gandhira Wiratmaja yang selalu memberikan keceriaan, hiburan, masukan, dan semangat dari awal perkuliahan hingga penelitian ini berhasil diselesaikan.
9. Seluruh teman-teman KP092 Pagi, yaitu: Akmal Rangga P. WN, A.A.N. Sutawisena, Arrie Wibowo W, Astri Handayani, Gita Putri Maharani, Ika Rahma Ginting yang tak kalah serunya memberikan keceriaan, hiburan, semangat dan masukan disaat perkuliahan dan di saat penulis menyusun penelitian ini.
10. Senior-senior ajaib senasib dan sepenanggungan yang selalu memberikan keceriaan, semangat dikala penulis merasa kelelahan, dan memberikan masukan terhadap tesis penulis, yaitu : Olivia Wulandari, Alexandra Ryan, Kak Teguh, Ary Sutoyo, dan Feby Wiria
11. Semua teman-teman mikrobiologi ITB 2005 yang sampai saat ini tak henti-hentinya memberikan semangat dan dukungan kepada penulis.

Semoga Allah SWT membalas berlipat-lipat ganda atas kebaikan kalian . Penulis sadari karya ini hanyalah serpihan kecil dari suatu karya besar. Oleh karena itu penulis mohon maaf atas segala kesalahan dan kekurangan serta menerima masukan dan saran untuk perbaikan. Semoga penelitian ini bermanfaat.

Jakarta, 21 Juni 2011

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Utami Aria Puteri
NPM : 0906654714
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**ANALISIS PENGARUH SUMBER PENDANAAN INTERNAL DAN
EKSTERNAL TERHADAP KEMAMPUAN PERUSAHAAN KELUARGA
BERINVESTASI**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 21 Juni 2011

Yang menyatakan



(Utami Aria Puteri)

ABSTRAK

Nama : Utami Aria Puteri
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Pengaruh Sumber Pendanaan Internal dan Eksternal terhadap Kemampuan Perusahaan Keluarga Berinvestasi

Tujuan dari tesis ini adalah untuk menganalisis pengaruh sumber pendanaan internal dan eksternal terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam berinvestasi. Sumber pendanaan internal yang digunakan dalam penelitian ini berupa tingkat profitabilitas dan arus kas dari aktivitas operasi, selain itu digunakan pula *dividend payout ratio* (DPR) sebagai faktor yang dapat membatasi penggunaan sumber dana internal untuk mendanai investasi. Sedangkan sumber pendanaan eksternal yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat *leverage*. Dalam penelitian ini digunakan regresi berganda terhadap 190 perusahaan keluarga yang terdaftar pada BEI periode 2009. Hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa tingkat profitabilitas dan *dividend payout ratio* (DPR) tidak memberikan pengaruh terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi, sedangkan arus kas memiliki pengaruh yang positif dan signifikan marjinal terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi, dan tingkat *leverage* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam berinvestasi.

Kata Kunci :

Perusahaan keluarga, investasi, sumber pendanaan internal, sumber pendanaan eksternal.

ABSTRACT

Name : Utami Aria Puteri
Study Program : Magister Management
Title : Analysis of the Effect of Internal and External Financing in Family Firm Investment

The objective of this thesis is to analyze the effect of internal and external financing to the investing capability of family firm. Internal financing that have been used in this research are profit and cash flow from operating activities, with dividend payout ratio used as internal financing constraint in investment. Leverage ratio was used as external financing. This research uses multiple regressions to a sample of 190 family firms listed in BEI by 2009. The result shows that there is no effect of profit and dividend payout ratio (DPR) to the firm's investment capacity. However, the effect of cash flow from operating activity is positive and marginally significant and the effect of leverage is negative and significant to the investment capacity of family firms.

Keywords:

Family firms, investment, internal financing, external financing

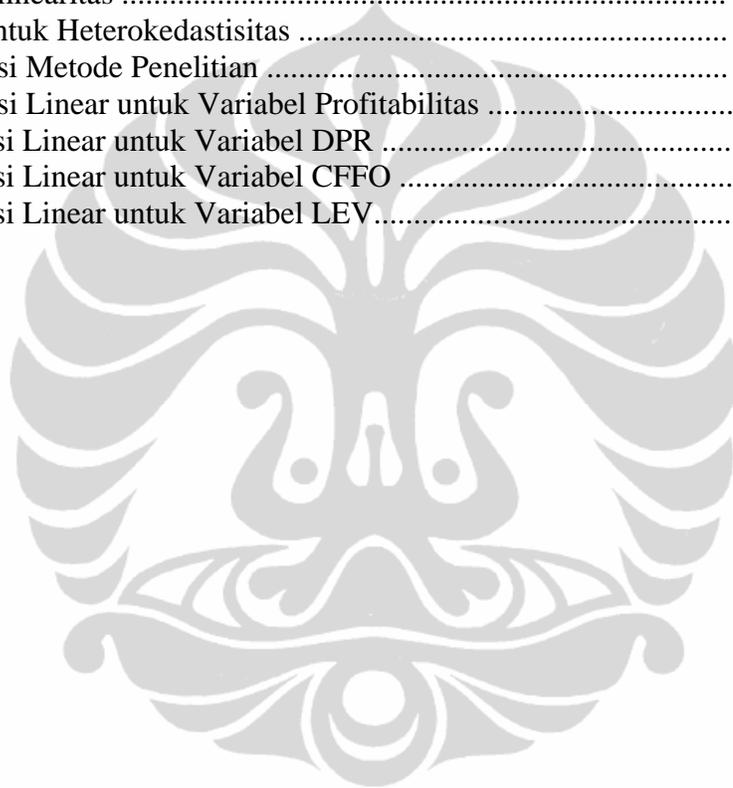
DAFTAR ISI

	HALAMAN
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
<i>ABSTRACT</i>	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR RUMUS	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB 1 PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	4
1.3. Tujuan Penelitian	4
1.4. Manfaat Penelitian	5
1.5. Sistematika Penulisan	6
Bab 2 TINJAUAN LITERATUR	
2.1 Sumber-Sumber Pendanaan dalam Investasi	8
2.1.1. <i>Internal Financing Constraints</i>	13
2.1.2. <i>External Financing Constraints</i>	19
2.2 Struktur Kepemilikan Keluarga	23
2.2.1. <i>Agency Problem</i> dalam Perusahaan Keluarga	24
2.3 Keputusan Pendanaan dalam Perusahaan Keluarga	25
Bab 3 METODOLOGI PENELITIAN	
3.1 Kerangka Pemikiran	28
3.2. Pengembangan Hipotesis	30
3.3. Model Penelitian	32
3.4. Definisi dan Pengukuran Variabel	33
3.4.1 Investasi	33
3.4.2 Variabel Independen	34
3.4.2.1 Laba bersih	34
3.4.2.2 <i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>	35
3.4.2.3 Arus Kas dari Aktifitas Operasi	36
3.4.2.4 Tingkat <i>Leverage</i>	37
3.5 Metode Analisis Data	37
3.5.1. Statistik Deskriptif	38
3.5.2. Uji Korelasi	38
3.5.3. Analisis Regresi	38

3.5.4. Uji Asumsi Klasik	39
3.5.5. Uji Hipotesis	41
3.6 Populasi dan Sampel	42
3.7 Pengumpulan Data	43
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
4.1 Deskriptif Sampel Penelitian	44
4.2 Statistik Deskriptif	46
4.3 Uji Korelasi	49
4.4 Uji Asumsi Klasik	52
4.5 Uji Hipotesis	56
4.6 Uji Regresi Linear	57
4.7 Analisis Hipotesis	60
4.7.1 Pengaruh Laba terhadap Investasi	60
4.7.2 Pengaruh Dividend Payout Ratio terhadap Investasi	62
4.7.3 Pengaruh Arus Kas dari Aktivitas Operasi terhadap Investasi	63
4.7.4 Pengaruh Rasio Pinjaman terhadap Investasi	64
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan	67
5.2 Keterbatasan dalam Penelitian	69
5.3 Saran	69
5.3.1 Bagi Perusahaan	69
5.3.2 Bagi Kreditur (Bank)	70
5.3.3 Bagi Investor	70
5.3.4 Bagi Akademisi	70
DAFTAR PUSTAKA	71
LAMPIRAN	71

DAFTAR TABEL

	HALAMAN
Tabel 4.1. Prosedur Pemilihan Sampel	44
Tabel 4.2. Sektor Industri Sampel	45
Tabel 4.3. Hasil Pengolahan Statistik Deskriptif	47
Tabel 4.4. Hasil Pengolahan Korelasi Pearson	50
Tabel 4.5. Uji Normalitas Menggunakan Metode Kolmogorov-Smirnov.....	53
Tabel 4.6. Uji Multikolinearitas	54
Tabel 4.7. Uji <i>White</i> untuk Heterokedastisitas	55
Tabel 4.8. Hasil Regresi Metode Penelitian	56
Tabel 4.9. Hasil Regresi Linear untuk Variabel Profitabilitas	58
Tabel 4.10. Hasil Regresi Linear untuk Variabel DPR	58
Tabel 4.11. Hasil Regresi Linear untuk Variabel CFFO	59
Tabel 4.12. Hasil Regresi Linear untuk Variabel LEV.....	59



DAFTAR GAMBAR

	HALAMAN
Gambar 3.1. Kerangka Pemikiran	28
Gambar 4.1 Uji Normalitas Menggunakan Metode <i>P-Plot</i>	52



DAFTAR RUMUS

	HALAMAN
Rumus 3.1. Model Penelitian	32
Rumus 3.2. Investasi	33
Rumus 3.3 Laba Bersih	34
Rumus 3.4 <i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>	35
Rumus 3.5 Arus Kas dari Aktivitas Operasi	36
Rumus 3.6 Tingkat <i>Leverage</i>	37



DAFTAR LAMPIRAN

	HALAMAN
Lampiran 1 Nama Perusahaan yang Digunakan dalam Penelitian	75
Lampiran 2 Data yang Digunakan dalam Penelitian	80



BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perusahaan merupakan suatu wadah bisnis untuk mengorganisasikan aktivitas ekonomi dari berbagai individu (Ross *et al.*, 2009). Perusahaan didirikan dengan tujuan untuk memaksimalkan *profit* perusahaan dengan melakukan efisiensi produksi atau dengan melakukan peningkatan penjualan. Selain itu, tujuan didirikannya perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan memaksimalkan harga saham (Keown *et al.*, 2005). Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan profitabilitasnya adalah dengan melakukan investasi. Dalam melakukan investasi, terdapat dua jenis pendanaan yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitas investasinya, yaitu: pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal berasal dari saldo laba (R/E) sedangkan pendanaan eksternal berasal dari penerbitan saham, penerbitan obligasi, dan pinjaman bank (Myers, Brealey, & Allen, 2006).

Penggunaan sumber pendanaan internal dipengaruhi oleh besarnya profitabilitas ataupun arus kas yang dimiliki dan dihasilkan oleh perusahaan. Semakin besar profitabilitas atau arus kas yang dihasilkan suatu perusahaan, maka dana internal yang dapat digunakan untuk pendanaan investasi menjadi semakin besar sehingga kemampuan perusahaan untuk berinvestasi juga akan semakin besar. Tetapi saat jumlah dana internal yang dapat dihasilkan suatu perusahaan terbatas, maka kemampuan perusahaan tersebut untuk berinvestasi juga akan menjadi terbatas. Oleh karena itu dibutuhkan dana tambahan yang berasal dari sumber pendanaan eksternal yang dapat berupa penerbitan saham baru, penerbitan obligasi, dan pinjaman bank sebagai dana tambahan untuk mendanai investasi perusahaan. Pendanaan eksternal yang berupa pinjaman bank banyak digunakan oleh perusahaan-perusahaan dengan tujuan untuk memperoleh *benefit* berupa *tax shield*, tetapi dibalik keuntungan tersebut terdapat dampak negatif dari penggunaan pinjaman bank dalam jumlah yang

berlebihan, yaitu dapat menimbulkan *financial distress*, *agency cost*, bahkan dapat menyebabkan kebangkrutan. Berbagai dampak negatif ini merupakan kendala yang muncul dalam penggunaan dana eksternal (Ross *et al.*,2009).

Keputusan dalam pemilihan sumber pendanaan investasi baik pendanaan internal maupun pendanaan eksternal pada suatu perusahaan bergantung pada pihak yang memegang kendali, yang dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Berdasarkan struktur kepemilikannya, perusahaan terbagi menjadi beberapa jenis, yaitu : perusahaan yang struktur kepemilikannya *widely held*, perusahaan keluarga, perusahaan milik pemerintah, perusahaan milik institusi keuangan, dan perusahaan milik institusi non keuangan (Hanazaki dan Liu, 2006). Dari penelitian yang telah dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999), diketahui bahwa jenis perusahaan yang mendominasi seluruh dunia adalah perusahaan dengan jenis kepemilikan *widely held* dan keluarga. Perusahaan dengan jenis kepemilikan *widely held* mendominasi sebagian besar negara-negara di Eropa dan negara Australia, sedangkan perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga mendominasi sebagian besar negara-negara di Asia Timur dan Asia Tenggara.

Indonesia merupakan salah satu negara yang berada di kawasan Asia Tenggara yang jenis perusahaannya didominasi oleh perusahaan keluarga (Hanazaki dan Liu, 2006). Perusahaan dikategorikan dalam perusahaan keluarga apabila terdapat dua atau lebih anggota keluarga yang merupakan pendiri perusahaan dan tim manajemen perusahaan atau dengan kata lain anggota keluarga tersebut mempunyai pengaruh terhadap kebijakan perusahaan (Ward, 1987). Perusahaan keluarga terbagi menjadi dua kategori, yaitu *family owned enterprise* (FOE) dan *family business enterprise* (FBE). *Family owned enterprise* merupakan perusahaan yang dimiliki oleh keluarga tetapi dikelola oleh pihak profesional yang bukan berasal dari anggota keluarga sedangkan *family business enterprise* merupakan perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh anggota keluarga. *Family business enterprise* merupakan jenis perusahaan keluarga yang banyak terdapat di negara Indonesia (Susanto, 2000).

Menurut Hanazaki dan Liu (2006) diungkapkan bahwa perusahaan dengan kategori perusahaan keluarga akan memprioritaskan sumber pendanaan internalnya untuk mendanai aktivitas investasi perusahaan. Tetapi terdapat kendala bagi perusahaan keluarga untuk memaksimalkan penggunaan sumber dana internalnya karena adanya sejumlah kas yang digunakan untuk pembayaran dividen. Semakin besar dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham, maka sumber pendanaan internal yang dapat digunakan untuk mendanai investasi menjadi terbatas sehingga kemampuan perusahaan berinvestasi juga akan semakin terbatas. Hasil penelitian Hanazaki dan Liu (2006) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara tingkat profitabilitas dan besarnya arus kas terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi. Sedangkan dividen memiliki pengaruh yang negatif terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi.

Selain itu, diungkapkan pula bahwa terdapat kendala bagi perusahaan keluarga untuk memperoleh sumber pendanaan internalnya sehingga perusahaan keluarga akan membutuhkan sumber dana tambahan yang berupa pinjaman. Pinjaman merupakan sumber pendanaan eksternal yang cukup diminati oleh perusahaan keluarga karena dengan menggunakan pinjaman, perusahaan akan memperoleh *benefit* berupa *tax shield*. Dalam penelitian Peter dan Westerheide (2011) diungkapkan bahwa perusahaan keluarga merupakan perusahaan yang memiliki sedikit permasalahan *monitoring* dan perusahaan ini memiliki *credit rating* yang baik sehingga kreditor merasa aman meminjamkan dananya ke perusahaan keluarga, oleh karena itu tingkat suku bunga pinjaman yang dikenakan terhadap perusahaan keluarga lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Hal tersebut menyebabkan tingginya tingkat pinjaman yang dimiliki oleh perusahaan keluarga. Tingginya tingkat pinjaman yang dimiliki perusahaan keluarga dapat membatasi jumlah pinjaman berikutnya yang dapat dilakukan perusahaan. Oleh karena itu dalam penelitian Hanazaki dan Liu (2006) diungkapkan bahwa terdapat pengaruh yang negatif dan signifikan marjinal antara tingkat pinjaman dengan kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan penguraian yang telah dilakukan di atas, terdapat berbagai permasalahan yang ingin dikaji dan dijawab dalam penelitian ini, yaitu :

1. Apakah tingkat profitabilitas perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi?
2. Apakah *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi?
3. Apakah arus kas dari aktivitas operasi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi?
4. Apakah tingkat *leverage* perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui apakah tingkat profitabilitas perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi.
2. Untuk mengetahui apakah *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi.
3. Untuk mengetahui apakah arus kas dari aktivitas operasi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi.
4. Untuk mengetahui apakah tingkat *leverage* perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi.

1.4. Manfaat Penelitian

1. Bagi akademisi

Manfaat penelitian ini bagi akademisi adalah memperkaya ilmu dan pengetahuan mengenai berbagai teori dan aplikasi dalam dunia *finance* terutama dalam bidang *corporate finance*. Selain itu diharapkan diperoleh gambaran lebih jelas mengenai perusahaan keluarga yang berupa pengaruh berbagai sumber pendanaan terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi dan dapat dipikirkan lebih lanjut mengenai faktor-faktor lain yang kira-kira mempengaruhi kemampuan perusahaan berinvestasi sebagai masukan untuk penelitian selanjutnya.

2. Bagi perusahaan

Manfaat penelitian ini bagi perusahaan adalah perusahaan menjadi mengerti kekurangannya dan dapat memperbaiki kekurangan tersebut untuk meningkatkan *value* perusahaan. Perusahaan menjadi mengerti pengaruh arus kas, laba perusahaan, *dividend payout ratio*, dan tingkat *leverage* dalam fungsi investasi perusahaan. Perusahaan menjadi lebih berhati-hati dan memikirkan secara matang mengenai penggunaan pendanaan internal atau eksternal untuk investasi yang lebih baik.

3. Bagi kreditur (bank)

Dengan penelitian ini, kreditur memiliki gambaran mengenai penggunaan pinjaman pada perusahaan keluarga. Tingginya tingkat pinjaman yang dimiliki perusahaan keluarga sebagai sumber pendanaan dalam berinvestasi dapat dijadikan pertimbangan bagi pihak kreditur untuk memberikan pinjaman berikutnya bagi perusahaan.

4. Bagi investor

Manfaat penelitian ini bagi investor adalah investor dapat mengetahui apakah jenis investasi pada perusahaan ini sesuai dengan profilnya. Tingginya tingkat pinjaman pada perusahaan dapat membuat perusahaan menjadi lebih berisiko sehingga investor dengan profil *risk taker* lebih sesuai pada investasi ini.

1.5. Sistematika Penulisan

Penelitian ini terdiri dari lima bab yang akan dijelaskan secara singkat sebagai berikut :

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini terdiri dari latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab 2 Tinjauan Literatur

Bab ini berisi tinjauan pustaka dan landasan teori mengenai penelitian yang dilakukan. Dalam bab ini akan dibahas lebih mendalam mengenai sumber-sumber pendanaan dalam investasi yang berupa pendanaan internal dan eksternal, penjelasan mendalam mengenai perusahaan keluarga baik dalam hal struktur kepemilikannya hingga kendala yang dihadapi perusahaan keluarga dalam proses pendanaan investasi, dan mengenai keputusan pendanaan dalam investasi.

Bab 3 Metode penelitian

Bab ini berisi rancangan penelitian, variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian serta pengukuran terhadap variabel-variabel tersebut. Dalam penelitian ini akan dilakukan perhitungan terhadap fungsi investasi dengan melakukan perhitungan *profit*, *dividend payout ratio* (DPR), arus kas dari aktivitas operasi,

dan tingkat *leverage*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data-data sekunder dari berbagai perusahaan keluarga yang *listing* dan berada di Indonesia.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini akan menjabarkan perhitungan atau pengolahan data-data yang digunakan dalam penelitian khususnya hasil perhitungan dari fungsi investasi perusahaan keluarga. Selanjutnya akan dijabarkan analisis pembahasan yang merupakan interpretasi dari hasil pengolahan data yang telah dilakukan. Interpretasi hasil perhitungan fungsi investasi tersebut akan dikolaborasikan dengan teori yang ada mengenai pengaruh tingkat profitabilitas perusahaan, *dividend payout ratio* (DPR), arus kas dari aktivitas operasi perusahaan, dan tingkat *leverage* perusahaan keluarga terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini akan menjawab tujuan dari penelitian yang telah dilakukan dan terdapat pemberian saran mengenai berbagai kekurangan yang terdapat dalam penelitian ini agar dapat diperbaiki dalam penelitian selanjutnya dan saran terhadap investor mengenai potensi investasi pada perusahaan keluarga.

BAB 2 TINJAUAN LITERATUR

2.1 Sumber-Sumber Pendanaan dalam Investasi

Dalam melakukan investasi, terdapat dua jenis pendanaan bagi perusahaan yaitu: pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal berasal dari *retained earnings* (saldo laba) sedangkan pendanaan eksternal berasal dari penerbitan saham, penerbitan obligasi, dan pinjaman bank (Myers, Brealey, & Allen, 2006).

Retained earnings (saldo laba) merupakan laba bersih yang dihasilkan oleh suatu perusahaan yang tidak dibagikan dalam bentuk dividen kepada *shareholders*, tetapi akan diinvestasikan untuk kebutuhan operasi perusahaan atau untuk investasi lainnya. Saldo laba merupakan akumulasi dari laba yang diperoleh perusahaan sejak perusahaan didirikan, oleh karena itu saldo laba disebut juga sebagai *accumulated earnings* (Keown *et al.*, 2005).

Saldo laba biasanya digunakan untuk menutupi sebagian besar kebutuhan kas perusahaan dalam proses investasi. Semakin besar saldo laba yang dimiliki suatu perusahaan akan memperbesar peluang perusahaan tersebut melakukan investasi. Tetapi dalam prakteknya, selain dipengaruhi oleh jumlahnya, penggunaan saldo laba sebagai sumber pendanaan dalam berinvestasi dipengaruhi juga oleh berbagai faktor lain, yaitu: struktur kepemilikan perusahaan (terdapat pihak yang memiliki kontrol besar terhadap perusahaan yang mengatur proporsi saldo laba yang dapat digunakan untuk kegiatan investasi) dan kebijakan dividen (terdapat pengaturan besarnya laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen sehingga proporsi saldo laba yang dapat digunakan untuk kegiatan investasi menjadi berkurang). Penggunaan dana internal dalam bentuk saldo laba untuk proses investasi lebih mudah (tidak melalui tahapan dan proses yang panjang dan sulit) dan tidak membutuhkan biaya yang besar bila dibandingkan dengan penggunaan dana eksternal yang membutuhkan prosedur yang panjang dan sulit untuk memperoleh pinjaman bank atau membutuhkan biaya yang cukup besar untuk menerbitkan saham baru.

Selain saldo laba, sumber pendanaan internal yang dapat digunakan sebagai alternatif pendanaan dalam berinvestasi pada suatu perusahaan adalah arus kas dari aktivitas operasi (Lang, Ofek, Stulz, 1996). Arus kas dari aktivitas operasi merupakan sejumlah kas yang berhasil diperoleh perusahaan dari aktivitas operasinya yang dihitung dengan melakukan penyesuaian laba bersih perusahaan dengan pengeluaran depresiasi, *deferred taxes*, peningkatan piutang, peningkatan inventori, peningkatan utang, peningkatan utang pajak, dan keuntungan atau kerugian dari penjualan yang dihimpun dalam *cash flow statement* (Anthony, Hawkins, Merchant, 2007).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Gilchrist dan Himmelberg (1995) dikatakan bahwa arus kas merupakan indikator yang baik dalam menentukan kemampuan perusahaan melakukan investasi. Peningkatan arus kas dalam suatu perusahaan dapat membuat perusahaan tersebut memiliki kesempatan untuk melakukan peningkatan jumlah investasi yang dilakukan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Lang, Ofek, dan Stulz (1996) juga diungkapkan bahwa penurunan jumlah kas yang berhasil diperoleh perusahaan yang tercatat sebagai arus kas dari aktivitas operasi dapat menyebabkan penurunan tingkat investasi yang dilakukan oleh perusahaan tersebut.

Selain didorong oleh adanya peningkatan atau penurunan jumlah, penggunaan arus kas sebagai sumber pendanaan internal dalam berinvestasi diprioritaskan dalam suatu perusahaan karena adanya kendala dalam memperoleh sumber pendanaan eksternal. Penggunaan sumber pendanaan eksternal yang berupa pinjaman bank memerlukan prosedur yang panjang dan memakan biaya yang cukup besar, selain itu perusahaan juga harus memiliki jaminan yang dapat meyakinkan pihak kreditur untuk memberikan pinjamannya baik berupa *value* dari perusahaan, laba perusahaan, ataupun berbagai aset perusahaan yang bersifat likuid (Gilchrist dan Himmelberg, 1995). Dalam penelitian yang dilakukan Franklin dan Muthusamy (2011) juga diungkapkan bahwa arus kas merupakan sumber pendanaan yang murah bila dibandingkan dengan penggunaan sumber pendanaan eksternal seperti pinjaman bank dan penerbitan saham baru.

Berbagai keunggulan yang dimiliki oleh sumber pendanaan internal yang berupa saldo laba dan arus kas dari aktivitas operasi seperti yang telah dijelaskan di atas, yaitu berupa kemudahan dalam memperoleh sumber pendanaan internal dan biaya yang dibutuhkan untuk memperoleh sumber pendanaan internal tidak besar bila dibandingkan dengan menggunakan sumber pendanaan eksternal menyebabkan sumber pendanaan internal menjadi prioritas utama bagi perusahaan untuk digunakan sebagai sumber pendanaan dalam berinvestasi.

Penggunaan sumber pendanaan internal memiliki beberapa kendala, yaitu : keterbatasan saldo laba yang berhasil diperoleh perusahaan, kebijakan dividen yang menyebabkan proporsi saldo laba yang dapat digunakan untuk berinvestasi menjadi berkurang, dan keterbatasan arus kas yang berhasil diperoleh perusahaan dari aktivitas operasinya. Beberapa kendala ini menyebabkan dana internal yang dapat digunakan untuk melakukan investasi menjadi terbatas, sedangkan dalam melakukan investasi biaya yang dibutuhkan perusahaan cukup besar. Hal inilah yang menjadi pendorong dibutuhkannya sumber pendanaan eksternal sebagai dana tambahan bagi perusahaan untuk melakukan investasi.

Pendanaan eksternal yang berupa pinjaman bank merupakan salah satu jenis pendanaan eksternal yang cukup diminati oleh perusahaan dalam melakukan investasi khususnya investasi jangka panjang, hal ini dikarenakan dengan menggunakan sumber pendanaan eksternal yang berupa pinjaman bank, perusahaan dapat memperoleh *benefit* yang berupa *tax shield* (Myers, Brealey, & Allen, 2006). Selain itu, bila dibandingkan dengan sumber pendanaan eksternal yang lain berupa penerbitan saham baru, pinjaman bank relatif lebih murah dan tidak menimbulkan kontroversi akibat adanya informasi asimetris.

Berdasarkan teori asimetris, diketahui bahwa terdapat pihak yang memperoleh informasi lebih banyak (manajemen) dibandingkan dengan pihak lain (pemegang saham), sehingga muncul anggapan bahwa saat prospek perusahaan cerah, maka pihak manajemen tidak akan menerbitkan saham baru untuk pendanaan investasinya

tetapi akan menggunakan saldo laba perusahaan sebagai sumber pendanaan investasi agar hasilnya dapat dinikmati oleh pihak pemegang saham. Sedangkan saat prospek perusahaan kurang baik, pihak manajemen akan menerbitkan saham baru sebagai sumber pendanaan investasi sehingga tanggungjawab pemegang saham lama berkurang (terjadi *sharing* dengan pemegang saham baru), hal ini menyebabkan para investor enggan untuk melakukan investasi pada perusahaan yang menerbitkan saham baru dan penerbitan saham baru ini menjadi lebih *costly* bila dijadikan sumber pendanaan dalam investasi perusahaan (Sjahrial, 2009).

Benefit yang diperoleh dari penggunaan pinjaman bank sebagai dana tambahan sangat menarik bagi perusahaan sehingga dalam melakukan investasi perusahaan cenderung menggunakan pinjaman dalam jumlah yang cukup besar. Hal inilah yang menjadi pemicu terlalu tingginya rasio pinjaman (*leverage*) yang dilakukan oleh suatu perusahaan. Di Amerika Serikat, rasio pinjaman digunakan sebagai ukuran yang membatasi tingkat pinjaman yang dilakukan suatu perusahaan, hal ini dilakukan untuk menghindari risiko terhadap kegagalan pembayaran. Rasio pinjaman (*leverage ratio*) merupakan ukuran mengenai besarnya pinjaman terhadap total aset yang dimiliki perusahaan (Hulster, 2009).

Penggunaan utang yang berlebihan atau terlalu besar akan berdampak negatif bagi perusahaan terutama saat terjadi resesi ekonomi. Saat resesi ekonomi terjadi, pemerintah akan berusaha mengembalikan kondisi keuangan menjadi lebih stabil dengan meningkatkan tingkat bunga pinjaman. Kenaikan tingkat bunga pinjaman akan berdampak buruk bagi perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang besar karena biaya pinjaman yang mereka keluarkan akan menjadi jauh lebih besar dari yang sebelumnya sedangkan tingkat profitabilitas perusahaan tidak mengalami kenaikan yang sejalan dengan kenaikan bunga pinjaman tersebut. Selain itu, dengan menggunakan utang sebagai sumber pendanaan secara berlebihan akan berdampak buruk bagi pertumbuhan suatu perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Lang, Ofek, dan Stulz (1996), dikatakan bahwa tingkat utang yang tinggi dapat membuat pertumbuhan keuangan suatu perusahaan menjadi menurun, hal ini merupakan efek likuiditas yang buruk sebagai akibat dari penggunaan pinjaman bank yang berlebihan. Dengan menggunakan pinjaman bank yang berlebihan, maka sebagian besar kas yang berhasil diperoleh perusahaan akan digunakan untuk membayarkan pinjaman tersebut bukan untuk berinvestasi. Seperti yang kita ketahui, investasi yang dilakukan suatu perusahaan dapat meningkatkan kemungkinan pertumbuhan perusahaan tersebut dengan risiko tertentu. Selain itu, keterbatasan kas yang berhasil diperoleh suatu perusahaan dapat menyebabkan perusahaan mengalami kegagalan dalam pembayaran sebagian besar pinjamannya terhadap pihak kreditur.

Kondisi yang telah dijabarkan di atas merupakan gambaran mengenai penyebab munculnya *financial distress*. *Financial distress* terjadi pada saat perjanjian mengenai pelunasan utang dilanggar oleh pihak debitur. *Financial distress* ini dapat menyebabkan terjadinya kebangkrutan dari perusahaan debitur karena saat perusahaan diisukan mengalami *financial distress* maka *market value* perusahaan akan mengalami penurunan sehingga dapat menyebabkan para investor enggan untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut (Myers, Brealey, & Allen, 2006).

Berdasarkan teori *Pecking order*, terdapat prioritas dalam penggunaan sumber pendanaan, yang pertama adalah dana internal (saldo laba). Penggunaan saldo laba merupakan prioritas utama dalam pendanaan investasi karena lebih mudah untuk digunakan dan tidak membutuhkan biaya yang besar. Kemudian saat dana internal tidak mencukupi dalam pendanaan investasi perusahaan, maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal yang berupa utang. Utang dipilih dengan pertimbangan biaya yang dikeluarkan tidak begitu besar dan terdapat manfaat yang berupa *tax shield* yang dapat meningkatkan *value of the firm*. Prioritas yang terakhir digunakan perusahaan bila dana masih tidak mencukupi untuk investasi yaitu dengan menerbitkan saham baru yang lebih bersifat *costly* (Sjahrial, 2009). Hal ini didukung

oleh penelitian yang dilakukan oleh Hanafi (2004) pada penelitian ini dikatakan bahwa besarnya biaya penerbitan saham baru yang berupa *floating cost* pada pendanaan eksternal menyebabkan perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal. Selain itu dengan menggunakan dana internal, perusahaan dapat terhindar dari *financial distress* yang muncul akibat penggunaan utang secara berlebihan.

2.1.1. Internal Financing Constraints

Saldo laba dan arus kas dari aktivitas operasi merupakan sumber pendanaan internal yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan untuk pendanaan operasi selanjutnya atau untuk pendanaan investasi. Dalam memanfaatkan saldo laba dan arus kas sebagai sumber pendanaan internal, terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya dana internal ini untuk diinvestasikan, yaitu berupa :

- Laba perusahaan

Laba perusahaan merupakan pendapatan dari hasil penjualan (*revenue*) yang telah dikurangi dengan berbagai pengeluaran yang berupa biaya penjualan, biaya operasi, biaya dari penggunaan dana eksternal (*interest*), dan pajak (Keown *et al.*, 2005). Semakin besar laba yang dimiliki oleh suatu perusahaan, maka jumlah saldo laba dan arus kas yang dapat digunakan untuk investasi perusahaan akan semakin besar. Semakin besar investasi yang dapat dilakukan oleh suatu perusahaan maka akan memberikan kesempatan bagi perusahaan tersebut meningkatkan pertumbuhannya (*increasing growth*). Keterbatasan jumlah laba yang dihasilkan oleh suatu perusahaan dapat menjadi kendala dalam pendanaan internal yang juga berdampak pada investasi perusahaan tersebut. Kendala yang muncul pada sumber pendanaan internal dapat diatasi dengan melakukan pengelolaan laba. Berdasarkan Scott (2009), dikatakan bahwa terdapat dua tipe pengelolaan laba, yaitu pengelolaan laba yang efisien dan pengelolaan laba yang bersifat oportunistik. Pengelolaan laba yang bersifat efisien dilakukan dengan melakukan improvisasi terhadap laba yang

berhasil diperoleh suatu perusahaan berdasarkan informasi yang ada (baik informasi yang berupa kondisi perusahaan maupun informasi mengenai biaya dan pendapatan yang akan diperoleh dalam melakukan suatu investasi), sedangkan pengelolaan laba yang bersifat oportunistik dilakukan dengan memanfaatkan berbagai peluang yang ada dalam berinvestasi sehingga dapat meningkatkan kekayaan perusahaan. Penelitian Siregar dan Utama (2008) mengungkapkan bahwa perusahaan keluarga pada umumnya melakukan pengelolaan labanya secara efisien, tetapi perusahaan keluarga di Indonesia melakukan pengelolaan labanya secara oportunistik dengan memanfaatkan segala kesempatan dan peluang yang ada untuk meningkatkan kekayaan perusahaan.

Selain dengan melakukan pengelolaan laba, untuk mengatasi kendala dalam pendanaan internal ini dapat pula dilakukan dengan meningkatkan jumlah penjualan sehingga dapat berdampak pada peningkatan *revenue* perusahaan atau dengan melakukan efisiensi (mengurangi berbagai biaya yang tidak begitu diperlukan oleh perusahaan). Terkadang efisiensi perusahaan tidak berdampak baik bagi perusahaan karena dengan mengurangi biaya produksi dapat mengurangi kualitas produk yang dihasilkan sehingga konsumen merasa dirugikan dan perusahaan menjadi kehilangan konsumennya yang loyal.

Selain kendala yang berupa keterbatasan jumlah laba yang berhasil diperoleh perusahaan, kendala lainnya yang dapat menyebabkan keterbatasan investasi yang dapat dilakukan oleh suatu perusahaan adalah kebijakan dividen. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham menyebabkan proporsi laba yang dapat digunakan perusahaan untuk berinvestasi semakin kecil, hal ini dikarenakan pembayaran dividen pada perusahaan dilakukan dengan menggunakan sumber pendanaan internal yang dapat berupa laba perusahaan. Hal ini dapat diatasi dengan membatasi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham ataupun dapat pula dilakukan dengan menggunakan sumber pendanaan lain (sumber pendanaan eksternal) untuk pembayaran dividen.

- Kebijakan dividen

Dalam melakukan suatu investasi, investor yang berperan sebagai pemegang saham memiliki hasrat untuk memperoleh dividen sebesar-besarnya sebagai imbalan atas sejumlah dana yang telah diinvestasikannya. Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham di suatu perusahaan berbeda dengan di perusahaan lainnya, hal ini dipengaruhi oleh kebijakan dividen yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Kebijakan dividen merupakan keputusan pihak manajemen tentang besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham (Sjahrial, 2009). Kebijakan dividen dalam suatu perusahaan meliputi dua komponen dasar, yaitu : *Dividend payout ratio* (DPR) yang merupakan perbandingan antara dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dengan *earnings* dari perusahaan tersebut dan stabilitas dividen dari waktu ke waktu yang merupakan daya tarik bagi investor yang menginginkan kepastian (*risk averse*).

Dalam Ross *et al.* (2009), diungkapkan beberapa hal yang kontroversial mengenai kebijakan dividen, yaitu : kebijakan dividen *irrelevant* dalam pasar modal sempurna, hal ini terjadi karena pemegang saham memiliki berbagai pertimbangan untuk tidak mengambil dividen dalam bentuk kas, tetapi mereka memilih untuk menginvestasikan kembali dividen yang telah mereka dapatkan atau melakukan penjualan saham yang mereka miliki saat dividen yang diperoleh tidak sesuai dengan apa yang mereka harapkan sehingga kebijakan dividen yang telah ditetapkan oleh perusahaan menjadi *irrelevant*. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Suryandari (2004), dikatakan bahwa investor lebih memilih dividen dibandingkan dengan *capital gain* dengan alasan mereka beranggapan bahwa dividen bersifat lebih pasti bila dibandingkan dengan *capital gain*, tetapi dividen yang mereka peroleh digunakan untuk melakukan investasi kembali pada saham yang sama dengan risiko yang sama saat mereka memilih *capital gain*. Adapula investor yang lebih memilih *capital gain* dibandingkan dengan dividen karena dengan memilih *capital gain* mereka dapat menunda pembayaran pajak yang dikenakan kepada mereka atas dividen yang telah diterima. Dividen dapat digunakan untuk meramalkan penghasilan

mendatang, terdapat bukti empiris yang menyatakan bahwa saat kebijakan dividen yang diberlakukan pada suatu perusahaan menetapkan pembayaran dividen dalam jumlah yang tinggi kepada para pemegang sahamnya, maka akan mempengaruhi peningkatan harga saham. Sedangkan pada saat dividen yang diberlakukan pada suatu perusahaan rendah maka akan mempengaruhi penurunan harga saham. Pertimbangan perusahaan memberlakukan peningkatan dividen merupakan sinyal dari pihak manajemen yang meramalkan peningkatan penghasilan perusahaan di masa mendatang. Efek kelompok (*Clientele effect*) dalam kebijakan dividen menyatakan bahwa ada preferensi yang berbeda yang dimiliki tiap kelompok, ada kelompok yang lebih memilih pembagian dividen karena mereka sedang membutuhkan kas dan ada kelompok yang memilih menahan sebagian besar laba bersih perusahaan karena mereka sedang tidak membutuhkan kas.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982), pembayaran dividen merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency problem* yang muncul dalam suatu perusahaan. Selain untuk mengurangi *agency problem*, pembagian dividen dapat mempengaruhi nilai suatu perusahaan, saat terjadi peningkatan pembayaran dividen maka akan terjadi peningkatan nilai dari suatu perusahaan saat faktor lain dianggap konstan (Tajirian, 1997). Dalam Gitman (2003), dikatakan bahwa terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam suatu perusahaan, yaitu : *debt covenant*, likuiditas perusahaan, arus kas perusahaan, peluang pertumbuhan perusahaan, dan kontrol dari pemegang saham mayoritas.

Dalam penentuan kebijakan dividen, pihak manajemen menghadapi *trade off* antara jumlah keuntungan yang akan dibayarkan sebagai dividen atau jumlah keuntungan tersebut akan ditahan sebagai komponen pendanaan internal. Menurut Rozeff (1982), kepemilikan manajerial yang tinggi terhadap suatu perusahaan akan menyebabkan jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham rendah, hal ini dikarenakan pihak manajemen lebih mengutamakan *profit* yang diperoleh perusahaan dipergunakan untuk pendanaan investasi perusahaan bukan

untuk dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Begitu pula pada perusahaan keluarga dimana pihak keluarga menjadi pemegang saham sekaligus pihak yang memiliki kontrol terhadap perusahaan. Mereka lebih memilih kompensasi berupa gaji, bonus, ataupun insentif jangka panjang lainnya dibandingkan dengan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Hartini (2006) dikatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nuriningsih (2005), dalam penelitiannya dikatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen terutama dalam perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga. Pihak keluarga yang menjadi pemilik sebagian besar saham bahkan memegang posisi manajerial lebih memilih dividen dalam jumlah yang tinggi sebagai *return* yang mereka peroleh atas kepemilikan sahamnya. Selain itu didukung pula oleh penelitian yang dilakukan Puteri dan Mohammad (2006) yang juga menyatakan bahwa hubungan antara kepemilikan saham dengan kebijakan dividen positif hal ini dikarenakan saat pihak manajerial memiliki sebagian besar saham perusahaan, mereka akan merasa bahwa kekayaan mereka semakin tidak terdiversifikasi sehingga risiko mereka untuk mengalami kegagalan menjadi semakin besar, oleh karena itu mereka merasa pembayaran dividen dalam jumlah yang tinggi adalah salah satu cara yang tepat untuk menutupi risiko yang mereka miliki.

Selain ditentukan oleh besarnya kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan, kebijakan dividen pada perusahaan keluarga juga dipengaruhi oleh *life cycle* perusahaan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Wang (2009) dikatakan bahwa perbedaan *stage* pada siklus hidup suatu perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan tersebut. Perusahaan yang berada pada *start up stage* membayarkan dividen kepada para pemegang sahamnya dalam jumlah yang cukup rendah bahkan terdapat perusahaan yang tidak membayarkan dividennya kepada para pemegang saham, hal ini dikarenakan perusahaan mempertahankan dana yang dimiliki untuk pertumbuhan perusahaan. Bagi perusahaan yang berada pada

growth stage memberikan keuntungan yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham, hal ini dikarenakan perusahaan masih mempertahankan kas yang dimiliki untuk peningkatan pertumbuhan perusahaan. Pada *maturity stage* perusahaan akan memberikan dividen dalam jumlah yang cukup tinggi kepada para pemegang saham, hal ini dikarenakan perusahaan ingin meminimalisir kemungkinan penyalahgunaan arus kas yang dimiliki perusahaan oleh pihak manajerial. Dan pada *decline stage* perusahaan juga akan membayarkan dividen dalam jumlah yang tinggi terhadap pemegang saham, hal ini dikarenakan adanya ketidakpastian prospek pertumbuhan perusahaan sehingga perusahaan akan mendistribusikan pendapatan yang diperoleh untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham.

Selain menggunakan sumber pendanaan internal, pembayaran dividen pada suatu perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan sumber pendanaan eksternal yang berupa pinjaman. Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Kaweni, 2007) dinyatakan bahwa DPR memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap jumlah pinjaman dalam suatu perusahaan sehingga dapat dikatakan bahwa pembayaran dividen dalam suatu perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan sumber dana eksternal yang berupa pinjaman.

- *Agency Problem*

Selain untuk kepentingan investasi perusahaan, saldo laba dan arus kas juga dapat digunakan oleh perusahaan untuk pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Saleh (2006), dikatakan bahwa para pemegang saham lebih mengutamakan penggunaan dana internal yang berhasil diperoleh perusahaan untuk pembayaran dividen, tetapi pihak manajemen lebih mengutamakan dana internal yang diperoleh untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan karena dengan menggunakan dana internal untuk pembayaran dividen, pihak manajemen merasa kontrol mereka terhadap sumber daya yang berada di bawah kekuasaan mereka akan berkurang. Hal ini ditunjang oleh

penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986) mengenai kecenderungan pihak manajemen menggunakan dana internal yang berhasil diperoleh perusahaan untuk diinvestasikan pada suatu proyek baru sehingga akan berdampak pada peningkatan pertumbuhan perusahaan. Peningkatan pertumbuhan perusahaan akan berdampak pada meningkatnya kekuasaan pihak manajer atas sumber daya yang berada di bawah kekuasaan mereka. Perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham ini dapat menimbulkan *agency problem*.

Menurut Shleifer *et al.* (1997) dikatakan bahwa pihak manajemen yang memegang kontrol terhadap aset perusahaan dapat menggunakan aset tersebut untuk kepentingan yang menyimpang yaitu berupa korupsi, pemberian gaji dengan jumlah yang berlebihan, dan berbagai penyimpangan lainnya sehingga menimbulkan ketidakpercayaan dari pihak pemegang saham sehingga terjadi *agency problem*. Selain terjadi antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham, *agency problem* juga dapat terjadi antara pemegang saham major dengan pemegang saham minor, dan antara pihak pemegang saham dengan pemegang obligasi. Munculnya *agency problem* ini akan berdampak buruk pada kinerja perusahaan, baik dalam hal yang bersifat operasional maupun yang berupa keputusan dalam melakukan investasi dan pada akhirnya akan berdampak pula pada laba perusahaan.

2.1.2 External Financing Constraints

Dalam melakukan pendanaan perusahaan, selain dapat dilakukan dengan memanfaatkan sumber pendanaan internal yang berupa saldo laba, perusahaan dapat menggunakan sumber pendanaan eksternalnya yang berupa pinjaman bank dan penerbitan saham baru oleh perusahaan. Berdasarkan teori informasi asimetris diketahui bahwa terdapat pihak yang memperoleh informasi lebih banyak (manajemen) dibandingkan dengan pihak lain (pemegang saham), sehingga muncul anggapan bahwa saat prospek perusahaan cerah, maka pihak manajemen tidak akan menerbitkan saham baru untuk pendanaan investasinya tetapi akan menggunakan

saldo laba perusahaan sebagai sumber pendanaan investasi agar hasilnya dapat dinikmati oleh pihak pemegang saham. Sedangkan saat prospek perusahaan kurang baik, pihak manajemen akan menerbitkan saham baru sebagai sumber pendanaan investasi sehingga tanggungjawab pemegang saham lama berkurang (terjadi *sharing* dengan pemegang saham baru), hal ini menyebabkan para investor enggan untuk melakukan investasi pada perusahaan yang menerbitkan saham baru dan penerbitan saham baru ini menjadi lebih *costly* bila dijadikan sumber pendanaan dalam investasi perusahaan (Sjahrial, 2009). Karena penerbitan saham baru dalam suatu perusahaan menjadi lebih *costly* akibat adanya informasi asimetris, maka perusahaan biasanya akan lebih memilih menggunakan pinjaman sebagai sumber pendanaan eksternalnya.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Mamduh (2003) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pinjaman perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut dikatakan bahwa kontrol yang tinggi dari pihak manajemen menyebabkan perusahaan dapat melakukan investasi dengan baik sehingga membutuhkan dana tambahan yang berupa pinjaman.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Lang, Eli, dan Rene (1996), dikatakan bahwa tidak ada hubungan antara tingkat pinjaman yang dilakukan suatu perusahaan dengan tingkat investasi yang dilakukan perusahaan tersebut, tetapi dijelaskan bahwa terdapat hubungan yang bertolak belakang antara *leverage* dengan pertumbuhan perusahaan masa mendatang hal ini dikarenakan dana internal yang berhasil diperoleh perusahaan digunakan sebagian besar untuk membayar pinjaman yang telah jatuh tempo. Dalam penelitiannya, dikatakan pula bahwa pihak manajemen memutuskan untuk menggunakan pinjaman sebagai sumber pendanaan dalam berinvestasi didasarkan pada informasi yang diperoleh mengenai pertumbuhan perusahaan di masa mendatang, dengan informasi yang diperoleh, dapat mengurangi kekhawatiran pihak manajemen mengenai kegagalan pembayaran jika menggunakan pinjaman sebagai sumber pendanaan dalam berinvestasi.

Hal ini dikuatkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Franklin dan Muthusamy (2011) dikatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara *leverage* dengan tingkat investasi pada suatu perusahaan, tetapi dalam penelitian ini ditunjukkan adanya hubungan antara ukuran perusahaan dengan tingkat investasi. Pada perusahaan medium diperlihatkan bahwa perusahaan memiliki hubungan negatif dengan tingkat investasi yang dapat dilakukan sedangkan pada perusahaan besar, perusahaan memiliki hubungan yang positif dengan tingkat investasi yang dapat dilakukannya. Hal ini dikarenakan keputusan berinvestasi pada perusahaan medium lebih terfokus pada sumber pendanaan internalnya, pada perusahaan medium arus kas yang berhasil diperoleh perusahaan tidak terlalu besar dan terdapat kesulitan menggarap modal untuk kepentingan investasi sehingga tingkat investasi yang dapat dilakukan tidak besar atau cenderung kecil, sedangkan pada perusahaan besar saldo laba dan arus kas yang berhasil diperoleh perusahaan dalam jumlah yang cukup besar membuat perusahaan dapat menggunakan dana tersebut untuk investasi yang cukup besar.

Berdasarkan penjelasan di atas, diketahui bahwa tidak terdapat hubungan antara tingkat pinjaman dengan tingkat investasi yang dapat dilakukan oleh suatu perusahaan. Tetapi pada prakteknya, *benefit* yang diperoleh dari penggunaan pinjaman sebagai sumber pendanaan eksternal dalam berinvestasi cukup menarik perhatian pihak manajemen sehingga banyak perusahaan yang tergiur untuk menggunakan pinjaman dalam jumlah yang cukup besar. Tetapi terdapat berbagai faktor yang dapat menjadi kendala bagi perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan eksternal, yaitu : ukuran perusahaan, umur perusahaan, *dividen payout ratio*, dan *bond rating*. Perusahaan yang besar yang sudah berdiri pada waktu yang cukup lama, memiliki DPR yang besar dan *bond rating* yang bagus akan mudah memperoleh pinjaman dibandingkan dengan perusahaan yang kecil, muda, memiliki DPR yang rendah, dan memiliki *bond rating* yang buruk. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih besar dipercaya dapat memperoleh arus kas dan saldo laba yang cukup besar sehingga kemungkinan perusahaan gagal

membayarkan pinjamannya rendah, perusahaan yang berdiri dalam waktu yang cukup lama bersifat lebih stabil dibandingkan dengan perusahaan yang baru berdiri, perusahaan yang memiliki DPR yang tinggi memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi di masa yang akan datang, dan perusahaan yang memiliki *bond rating* yang baik memiliki tingkat pinjaman yang tidak terlalu tinggi dan tidak memiliki sejarah gagal membayarkan pinjamannya (Guariglia, 2007).

Walaupun perusahaan tidak memiliki kendala dalam memperoleh sumber pendanaan eksternal, tetapi tingkat pinjaman yang dapat dilakukan perusahaan sebaiknya tidak berlebihan. Penggunaan pinjaman yang berlebihan akan berdampak negatif bagi perusahaan terutama saat terjadi resesi ekonomi. Saat resesi ekonomi terjadi, pemerintah akan berusaha mengembalikan kondisi keuangan menjadi lebih stabil dengan meningkatkan tingkat bunga pinjaman. Kenaikan tingkat bunga pinjaman akan berdampak buruk bagi perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang besar karena biaya pinjaman yang mereka keluarkan akan menjadi jauh lebih besar dari yang sebelumnya sedangkan tingkat profitabilitas perusahaan tidak mengalami kenaikan yang sejalan dengan kenaikan bunga pinjaman tersebut. Kondisi yang telah dijabarkan di atas adalah gambaran mengenai bagaimana munculnya *financial distress*. *Financial distress* terjadi pada saat perjanjian mengenai pelunasan utang dilanggar oleh pihak debitur. *Financial distress* ini dapat menyebabkan terjadinya kebangkrutan dari perusahaan debitur karena saat perusahaan diisukan mengalami *financial distress* maka *market value* perusahaan akan mengalami penurunan sehingga dapat menyebabkan para investor enggan untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut (Myers, Brealey, & Allen, 2006).

2.2 Struktur Kepemilikan Keluarga

Berdasarkan struktur kepemilikannya, perusahaan terbagi menjadi beberapa jenis, yaitu : perusahaan yang struktur kepemilikannya *widely held*, perusahaan keluarga, perusahaan milik pemerintah, perusahaan milik institusi keuangan, dan perusahaan milik institusi non keuangan (Hanazali dan Liu, 2006). Dari penelitian yang telah dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999), diketahui bahwa jenis perusahaan yang mendominasi seluruh dunia adalah perusahaan dengan jenis kepemilikan *widely held* dan keluarga. Perusahaan dengan jenis kepemilikan *widely held* mendominasi sebagian besar negara-negara di Eropa dan negara Australia, sedangkan perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga mendominasi sebagian besar negara-negara di Asia Timur dan Asia Tenggara.

Indonesia merupakan salah satu negara yang berada di kawasan Asia Tenggara yang jenis perusahaannya didominasi oleh perusahaan keluarga (Hanazaki dan Liu, 2006). Perusahaan dikategorikan dalam perusahaan keluarga apabila terdapat dua atau lebih anggota keluarga yang merupakan pendiri perusahaan dan tim manajemen perusahaan atau dengan kata lain anggota keluarga tersebut mempunyai pengaruh terhadap kebijakan perusahaan (Ward, 1987). Sedangkan berdasarkan Sugiarto (2009) dikatakan bahwa perusahaan keluarga merupakan suatu bentuk perusahaan yang dimiliki oleh anggota keluarga dan sistem manajemennya dikelola dan dikontrol oleh anggota keluarga baik anggota keluarga inti maupun anggota keluarga yang memiliki hubungan darah atau ikatan pernikahan. Berdasarkan penelitian Hermawan (2009), dikatakan bahwa perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga adalah perusahaan dengan kepemilikan keluarga (bukan yayasan, bukan perusahaan terbuka, bukan perusahaan keuangan, dan bukan publik) dalam perusahaan > 50%.

Perusahaan keluarga terbagi menjadi dua kategori, yaitu *family owned enterprise* (FOE) dan *family business enterprise* (FBE). *Family owned enterprise* merupakan perusahaan yang dimiliki oleh keluarga tetapi dikelola oleh pihak

professional yang bukan berasal dari anggota keluarga sedangkan *family business enterprise* merupakan perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh anggota keluarga. *Family business enterprise* merupakan jenis perusahaan keluarga yang banyak terdapat di negara Indonesia (Susanto, 2000).

Berdasarkan penjelasan di atas, perusahaan keluarga yang mendominasi Indonesia berupa *family business enterprise* memiliki efisiensi yang cukup tinggi. Menurut Fama dan Jensen (1983), dikatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga merupakan perusahaan yang lebih efisien dibandingkan dengan jenis perusahaan lainnya dikarenakan *monitoring cost* dari perusahaan ini cukup minim. Minimnya *monitoring cost* terjadi karena anggota keluarga menduduki fungsi yang penting dalam perusahaan sehingga proses perancangan dan pengambilan keputusan dilakukan secara internal sehingga *agency problem* dapat diminimalisir dan *monitoring cost* yang dikeluarkan menjadi minim.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Lei dan Song (2008) diketahui bahwa perusahaan keluarga walaupun memiliki *agency problem* yang minim, tetapi *corporate governance* dari perusahaan jenis ini buruk, hal ini dikarenakan pihak manajemen dalam membuat perancangan dan pengambilan keputusan lebih mengedepankan kepentingan keluarga yang merupakan pemegang peranan penting dalam perusahaan sehingga kepentingan perusahaan menjadi terbengkalai.

2.2.1 Agency Problem dalam Perusahaan Keluarga

Dalam suatu perusahaan, terdapat hubungan antara berbagai pihak yang terkait dalam perusahaan tersebut, yaitu hubungan antara pemilik perusahaan, pihak manajemen, pemegang saham, pemegang obligasi dan pihak-pihak lainnya. Hubungan antara berbagai pihak tersebut akan memunculkan suatu *agency relationship* (Wibowo, 2010). Dari suatu hubungan, biasanya sering terjadi masalah-masalah yang berhubungan dengan perbedaan persepsi dan kepentingan dari masing-

masing pihak. Permasalahan yang terjadi ini dalam suatu *agency relationship* akan menyebabkan munculnya *agency problem*. Menurut Shleifer *et al.* (1997) dikatakan bahwa pihak manajemen yang memegang kontrol terhadap aset perusahaan dapat menggunakan aset tersebut untuk kepentingan yang menyimpang yaitu berupa korupsi, pemberian gaji dengan jumlah yang berlebihan, dan berbagai penyimpangan lainnya sehingga menimbulkan ketidakpercayaan dari pihak pemegang saham sehingga terjadi *agency problem*. Selain terjadi antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham, *agency problem* juga dapat terjadi antara pemegang saham major dengan pemegang saham minor, dan antara pihak pemegang saham dengan pemegang obligasi. Munculnya *agency problem* ini akan berdampak buruk pada kinerja perusahaan, baik dalam hal yang bersifat operasional maupun yang berupa keputusan dalam melakukan investasi dan pada akhirnya akan berdampak pula pada laba perusahaan.

Menurut Sugiarto (2007) *agency problem* yang terdapat di perusahaan keluarga sangat minim karena terbentuk sinergi antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham sehingga perusahaan dapat tumbuh secara optimal. *Agency problem* yang muncul pada jenis perusahaan keluarga biasanya hanya antara pemegang saham mayor dan pemegang saham minor. *Agency problem* dapat menghambat pertumbuhan perusahaan sehingga *agency problem* harus diminimalisir dalam perusahaan. Dalam Gitman (2007), *agency problem* dapat diminimalisir dengan melakukan berbagai hal berikut, yaitu : *takeover*, *monitoring* dan *bonding*, dan kontrak kompensasi. Selain itu, sistem pengawasan dalam bentuk *corporate governance* (CG) juga dapat digunakan dalam meminimalisir *agency problem*.

2.3 Keputusan Pendanaan dalam Perusahaan Keluarga

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Fama dan Jensen (1983) dikatakan bahwa perusahaan yang dimiliki dan dikontrol oleh keluarga memiliki efisiensi yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan jenis lainnya, hal ini

dikarenakan adanya kontrol yang besar dari pihak keluarga terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi *monitoring cost* pada perusahaan tersebut. selain itu, berdasarkan Anderson, Mansi dan Reeb (2003) dikatakan bahwa perusahaan keluarga memiliki *performance* yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan jenis lainnya, maka hal ini juga menjadi pemicu terciptanya efisiensi yang tinggi pada perusahaan keluarga. Efisiensi yang tinggi pada perusahaan keluarga membuat rendahnya *agency cost* yang muncul pada perusahaan ini, sehingga tidak terjadi kesulitan ataupun perdebatan yang panjang dalam perusahaan untuk memutuskan penggunaan sumber dana untuk mendanai investasi perusahaan.

Selain itu, berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Peter dan Westerheide (2011), diungkapkan bahwa terdapat perbedaan pemilihan sumber pendanaan untuk investasi bagi perusahaan keluarga dan perusahaan non-keluarga. Dalam penelitiannya, dijelaskan bahwa perusahaan keluarga lebih banyak menggunakan kredit jangka pendek untuk pendanaan investasi jangka panjangnya bila dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga. Hal ini disebabkan perusahaan keluarga lebih aman untuk diberikan pinjaman karena perusahaan keluarga memiliki sedikit permasalahan dalam proses kontrol dan memiliki *credit rating* yang baik. *Credit rating* yang baik pada perusahaan keluarga menyebabkan suku bunga yang ditawarkan bagi perusahaan keluarga bersifat menguntungkan (suku bunga pinjaman yang ditawarkan kepada perusahaan keluarga lebih rendah dibandingkan dengan suku bunga yang ditawarkan kepada perusahaan non-keluarga).

Dalam penelitian lainnya, diungkapkan pula bahwa keputusan pendanaan dalam suatu perusahaan selain bergantung pada efisiensi organisasi pada suatu perusahaan dan besarnya tingkat suku bunga pinjaman yang berlaku, juga bergantung pada arus kas perusahaan tersebut. Arus kas merupakan indikator kendala dalam penggunaan sumber pendanaan internal perusahaan (Schiantarelli, 1995). Semakin besar arus kas yang dapat dihasilkan oleh suatu perusahaan, maka semakin besar pula dana internal yang dapat digunakan untuk investasi perusahaan tersebut, tetapi bila arus kas yang dihasilkan perusahaan cukup kecil maka perusahaan dapat

menggunakan sumber pendanaan eksternal sebagai dana tambahan untuk melakukan investasi. Dalam penggunaan sumber pendanaan eksternal pada suatu perusahaan, terdapat berbagai hal yang membatasi besarnya pinjaman yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut, yaitu : ukuran perusahaan, umur perusahaan, dan *bond rating*. Perusahaan yang masih muda dan memiliki ukuran yang kecil akan mengalami kesulitan dalam memperoleh akses terhadap dana eksternal (Guariglia, 2007).

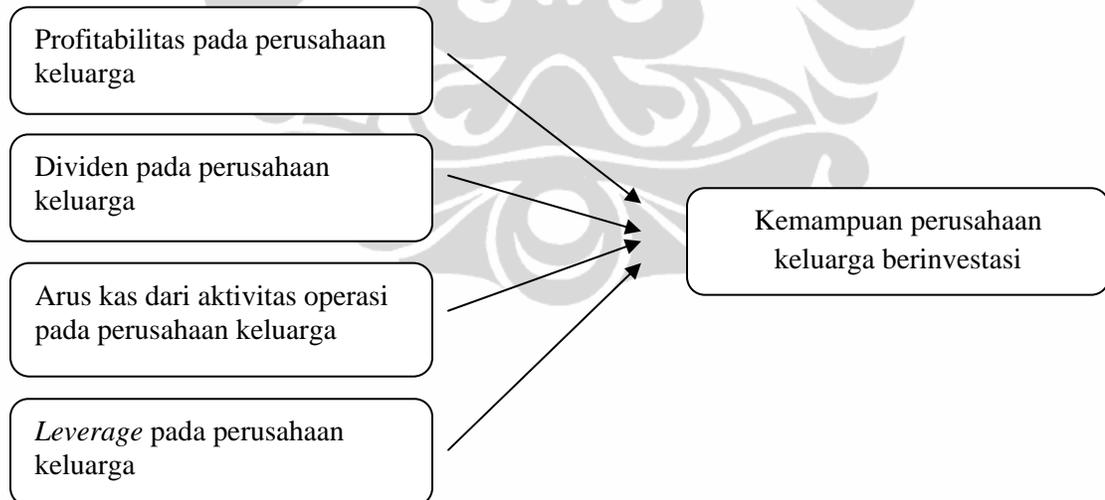


BAB 3 METODE PENELITIAN

3.1 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran merupakan gambaran umum mengenai penelitian yang akan dilakukan. Dalam kerangka pemikiran ini akan dilakukan pengujian mengenai pengaruh pendanaan internal dan eksternal pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi menggunakan model penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006).

Dalam penelitian ini akan dilakukan analisis mengenai pengaruh profitabilitas, besarnya dividen, aliran kas dari aktivitas operasi, dan tingkat *leverage* pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga terhadap kemampuan perusahaan tersebut berinvestasi. Gambar 3.1 merupakan kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini.



Sumber : Hasil pengolahan peneliti

Gambar 3.1
Kerangka Pemikiran

Dalam penelitian ini definisi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan keluarga yang digunakan berasal dari penelitian Hermawan (2009), yaitu perusahaan yang kepemilikan keluarganya $> 50\%$. Kepemilikan keluarga didefinisikan sebagai kepemilikan individu ataupun perusahaan yang bukan termasuk perusahaan terbuka, yayasan, institusi keuangan, dan publik. Dalam penelitian ini akan dilihat pengaruh tingkat profitabilitas, dividen, arus kas dari aktivitas operasi, dan tingkat *leverage* terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam berinvestasi.

Tingkat profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besarnya investasi yang dapat dilakukan perusahaan tersebut. Semakin besar laba yang dihasilkan oleh suatu perusahaan, maka kemampuan perusahaan tersebut melakukan investasi juga akan semakin besar. Selain itu kemampuan perusahaan mereliasasikan keuntungannya dalam bentuk kas yang terdapat dalam laporan arus kas juga mempengaruhi besarnya investasi yang dapat dilakukan perusahaan, semakin besar arus kas yang dihasilkan perusahaan maka investasi yang dapat dilakukan perusahaan juga akan semakin besar.

Besarnya dividen yang dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham juga akan mempengaruhi besarnya investasi. Semakin besar jumlah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham maka proporsi sumber pendanaan internal yang dapat digunakan untuk melakukan investasi akan berkurang sehingga jumlah investasi yang dapat dilakukan juga akan berkurang. Sedangkan *leverage* merupakan salah satu sumber pendana eksternal yang dapat digunakan untuk melakukan investasi. Semakin besar *leverage* yang dimiliki suatu perusahaan maka kemampuan perusahaan tersebut untuk melakukan investasi juga akan semakin besar. Tetapi tingginya tingkat *leverage* dapat membatasi besarnya pinjaman berikutnya yang dapat digunakan perusahaan untuk berinvestasi sehingga semakin besar tingkat *leverage* pada perusahaan dapat menyebabkan rendahnya tingkat investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut.

3.2 Pengembangan Hipotesis

Kemampuan perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan internal dapat tergambarkan pada besarnya laba yang dimiliki perusahaan. Laba perusahaan merupakan pendapatan dari hasil penjualan (*revenue*) yang telah dikurangi dengan berbagai pengeluaran yang berupa biaya penjualan, biaya operasi, biaya dari penggunaan dana eksternal (*interest*), dan pajak (Keown *et al.*, 2005). Semakin besar laba yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula investasi yang dapat dilakukan perusahaan tersebut. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat diperoleh hipotesis mengenai pengaruh besarnya laba terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi sebagai berikut:

H1a : Tingkat laba bersih perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berpengaruh positif terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi.

Selain dipengaruhi oleh tingkat laba perusahaan, besarnya investasi perusahaan juga dipengaruhi oleh besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham di suatu perusahaan berbeda dengan perusahaan lainnya, hal ini dipengaruhi oleh kebijakan dividen yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Kebijakan dividen merupakan keputusan pihak manajemen tentang besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham (Kahar, 2007). Kebijakan dividen dalam suatu perusahaan meliputi dua komponen dasar, yaitu : *Dividend payout ratio* (DPR) merupakan perbandingan antara dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dengan *earnings* dari perusahaan tersebut dan stabilitas dividen dari waktu ke waktu yang merupakan daya tarik bagi investor yang menginginkan kepastian (*risk averse*). Semakin besar dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham maka akan semakin menarik bagi investor, tetapi proporsi sumber pendanaan internal yang dapat digunakan perusahaan untuk melakukan investasi akan semakin berkurang. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat diperoleh hipotesis mengenai

pengaruh besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi sebagai berikut:

H2a : Besarnya *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berpengaruh negatif terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi.

Selain dipengaruhi oleh laba dan DPR, besarnya investasi suatu perusahaan juga dipengaruhi oleh arus kas dari aktivitas operasi. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Gilchrist dan Charles (1995), investasi sangat berkorelasi dengan arus kas yang merupakan sumber pendanaan internal perusahaan. Semakin besar laba yang terealisasi dalam bentuk kas pada suatu perusahaan, maka kemampuan perusahaan tersebut melakukan investasi juga akan semakin meningkat. Berdasarkan penjelasan di atas diperoleh hipotesis mengenai pengaruh besarnya aliran kas dari aktivitas operasi terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi sebagai berikut :

H3a : Besarnya aliran kas dari aktivitas operasi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berpengaruh positif terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi.

Selain menggunakan sumber pendanaan internal, investasi juga dapat dilakukan dengan menggunakan sumber pendanaan eksternal yang berupa pinjaman. Sumber pendanaan eksternal dibutuhkan oleh perusahaan sebagai dana tambahan dalam melakukan investasi yang lebih besar. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh (Guariglia, 2007) dikatakan bahwa terdapat berbagai faktor yang dapat menjadi kendala bagi perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan eksternal, yaitu: ukuran perusahaan, umur perusahaan, *dividen payout ratio*, dan *bond rating*. Perusahaan yang memiliki *bond rating* yang baik adalah perusahaan yang tidak memiliki sejarah gagal bayar terhadap pinjamannya dan jumlah pinjaman yang dilakukan masih dapat dipertanggung jawabkan dengan *income* yang diperoleh perusahaan tersebut. Oleh karena itu, dalam penelitian ini diperkirakan bahwa tingkat pinjaman yang terlalu besar akan menjadi kendala bagi perusahaan untuk

memperoleh pinjaman yang lebih besar sehingga akan berdampak pada tingkat investasi yang dapat dilakukan perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas diperoleh hipotesis mengenai pengaruh tingkat *leverage* terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi sebagai berikut:

H4a : Tingkat *leverage* perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berpengaruh negatif terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi.

3.3 Model Penelitian

Model penelitian ini menggunakan analisis regresi untuk menguji hipotesis penelitian, yaitu pengaruh dana internal dan eksternal terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam berinvestasi. Dalam penelitian ini digunakan berbagai variabel untuk menunjukkan pengaruh dana internal dan eksternal bagi perusahaan untuk berinvestasi. Model penelitian ini dikembangkan dari model penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006) sebagai berikut :

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROFIT_{it-1} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 CFFO_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3.1)$$

Keterangan :

INV_{it} : Besarnya pengeluaran kas untuk investasi pada aset tetap perusahaan di tahun penelitian yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan di tahun sebelumnya (t-1).

$PROFIT_{it-1}$: Besarnya laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1).

DPR_{it} : Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham pada tahun penelitian yang dibagi dengan laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan pada tahun penelitian.

$CFFO_{it-1}$: Arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian(t-1).

LEV_{it-1} : Besarnya pinjaman yang dilakukan perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang dibagi dengan *total asset* yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1).

3.4 Definisi dan Pengukuran Variabel

Penjabaran mengenai definisi dan pengukuran variabel dalam penelitian ini sangat penting agar dapat diperoleh kejelasan mengenai seluruh objek dari penelitian dan instrumen yang digunakan untuk analisis dalam penelitian. Dalam penelitian ini, variabel ditentukan berdasarkan tujuan dan kerangka dasar penelitian yang telah dibuat, yaitu sebagai berikut :

3.4.1 Investasi

Investasi merupakan pengeluaran yang dilakukan oleh perusahaan untuk melakukan penambahan jumlah aset tetapnya pada tahun penelitian. Investasi pada aset tetap ini dilakukan oleh perusahaan dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan (Hidayat, 2010). Untuk mengukur besarnya investasi terhadap aset tetap perusahaan digunakan rumus sebagai berikut :

$$INV_{it} = \frac{I_{it}}{K_{it-1}} \dots\dots\dots(3.2)$$

Keterangan :

INV : Besarnya pengeluaran kas untuk investasi pada aset tetap perusahaan di tahun penelitian yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan di tahun sebelumnya (t-1).

I_{it} : Besarnya pengeluaran kas perusahaan untuk melakukan investasi terhadap aset tetap yang tercatat pada laporan arus kas perusahaan di tahun penelitian.

K_{it-1} : Besarnya jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan yang tercatat pada *balance sheet* di tahun sebelumnya.

3.4.2 Variabel Independen

Variabel independen merupakan variabel bebas yang mempengaruhi variabel dependen. Dalam penelitian ini, terdapat beberapa variabel independen yang mempengaruhi rasio investasi, yaitu :

3.4.2.1 Laba Bersih

Laba bersih merupakan pendapatan dari hasil penjualan (*revenue*) yang telah dikurangi dengan berbagai pengeluaran yang berupa biaya penjualan, biaya operasi, biaya dari penggunaan dana eksternal (*interest*), dan pajak (Keown *et al.*, 2005). Menurut penelitian yang dilakukan oleh Nichols dan Stephen (2008), laba yang dihasilkan oleh suatu perusahaan mempengaruhi kebijakan investasi suatu perusahaan. Semakin besar laba yang dihasilkan suatu perusahaan, maka investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut juga akan semakin besar. Untuk mengukur besarnya laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dapat digunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{PROFIT}_{it-1} = \frac{NI_{it-1}}{K_{it-1}} \dots\dots\dots(3.3)$$

Keterangan :

PROFIT : Besarnya laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1).

NI_{it-1} : Besarnya laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan yang tercatat dalam laporan laba rugi pada tahun sebelum penelitian (t-1).

K_{it-1} : Besarnya jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan yang tercatat dalam *balance sheet* pada awal tahun sebelum penelitian (t-1).

3.4.2.2 *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan besarnya tingkat pembagian dividen yang diberikan kepada perusahaan terhadap pemegang saham sebagai imbalan terhadap sejumlah modal yang telah mereka investasikan untuk kepentingan perusahaan. *Dividend payout ratio (DPR)* mempengaruhi besarnya investasi yang dapat dilakukan oleh suatu perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham suatu perusahaan, maka proporsi laba yang dapat digunakan untuk berinvestasi akan semakin berkurang. Untuk mengukur DPR perusahaan pada tahun t dengan asumsi perusahaan mempertahankan *dividend payout ratio (DPR)* dapat digunakan rumus sebagai berikut :

$$DPR_{it} = \frac{Dividen_{it}}{NI_{it}} \dots\dots\dots(3.4)$$

Keterangan :

DPR_{it} : Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham pada tahun penelitian yang dibagi dengan laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan pada tahun penelitian.

Dividen_{it} : Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham yang tercatat pada *statement of equity* pada tahun penelitian.

NI_{it} : Besarnya laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan yang tercatat dalam laporan laba rugi pada tahun penelitian.

3.4.2.3 Arus Kas dari Aktivitas Operasi

Arus kas dari aktivitas operasi merupakan arus kas yang berhasil diperoleh perusahaan dari aktivitas operasinya. Arus kas dari aktivitas operasi ini dapat digunakan untuk kepentingan operasi perusahaan selanjutnya atau untuk melakukan investasi. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Gilchrist dan Charles (1995), arus kas sangat berkorelasi dengan investasi, semakin besar arus kas yang dihasilkan perusahaan maka kemampuan perusahaan tersebut melakukan investasi juga akan semakin besar. Untuk mengukur arus kas dari aktivitas operasi perusahaan dapat digunakan rumus sebagai berikut :

$$CFFO_{it-1} = \frac{CFFO_{it-1}}{K_{it-1}} \dots\dots\dots(3.5)$$

Keterangan :

CFFO_{it-1} : Arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian(t-1).

CFFO_{it-1} : Besarnya arus kas yang berhasil diperoleh perusahaan dari aktivitas operasinya yang tercatat dalam laporan arus kas pada tahun sebelum penelitian (t-1) .

K_{it-1} : Besarnya jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan yang tercatat dalam *balance sheet* pada awal tahun sebelum penelitian (t-1).

3.4.2.4 Tingkat *Leverage*

Tingkat *leverage* merupakan faktor yang dapat mempengaruhi besarnya pinjaman yang dapat dilakukan perusahaan sebagai dana tambahan dalam melakukan investasi. Sehingga besarnya tingkat *leverage* akan mempengaruhi tingkat investasi yang dapat dilakukan perusahaan. Semakin besar tingkat *leverage* perusahaan, perusahaan akan mengalami kesulitan untuk melakukan pinjaman berikutnya sehingga jumlah investasi yang dapat dilakukan semakin berkurang. Untuk mengukur tingkat *leverage* perusahaan dapat digunakan rumus sebagai berikut :

$$LEV_{it-1} = \frac{Debt_{it-1}}{Total\ asset_{it-1}} \dots\dots\dots(3.6)$$

Keterangan :

LEV_{it-1} : Besarnya pinjaman yang dilakukan perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang dibagi dengan *total asset* yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1).

$DEBT_{it-1}$: Besarnya pinjaman yang dilakukan perusahaan yang tercatat pada *balance sheet* pada tahun sebelum penelitian (t-1).

$Total\ asset_{it-1}$: Besarnya *total asset* yang dimiliki perusahaan yang tercatat pada *balance sheet* pada tahun sebelum penelitian (t-1).

3.5 Metode Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah statistik deskriptif dan metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda dengan ketentuan memiliki variabel independen yang jumlahnya lebih dari satu. Dalam melakukan pengujian regresi berganda tahapan uji yang akan dilakukan adalah sebagai berikut :

3.5.1. Statistik Deskriptif

Dalam melakukan analisis statistik deskriptif dilakukan pengumpulan data dari laporan keuangan berbagai perusahaan non finansial yang tergolong dalam perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 dan 2009. Data yang telah terkumpul akan dihitung rata-rata (*mean*), *median*, data maksimum, data minimum, dan standar deviasinya. Perhitungan tersebut dilakukan dengan tujuan melihat kewajaran dan karakteristik untuk masing-masing variabel.

3.5.2. Uji Korelasi

Uji korelasi merupakan pengujian yang dilakukan untuk melihat korelasi atau hubungan antar variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Analisis korelasi antar variabel-variabel dapat dilakukan dengan menggunakan metode *Pearson*. Metode *Pearson* digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antar dua variabel. Dalam metode *Pearson* digunakan hipotesis H_0 : tidak ada korelasi yang signifikan antar variabel. Jika hasil uji korelasi menunjukkan signifikansi < 0.01 dan korelasi positif, maka hipotesis ditolak yang berarti bahwa terdapat hubungan searah yang signifikan antar variabel.

3.5.3. Analisis Regresi

Dalam penelitian ini metode regresi yang akan digunakan adalah regresi berganda dengan ketentuan data yang akan diuji memiliki lebih dari satu variabel independen. Tahapan yang akan dilakukan dalam melakukan pengujian regresi adalah melakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu kemudian dilakukan pengujian hipotesis. Menurut Gujarati (2003) dikatakan bahwa sebelum kita melakukan estimasi terhadap

persamaan regresi, setiap estimasi ekonometri yang kita miliki harus dibersihkan dari berbagai penyimpangan terhadap asumsi dasar yang diharapkan. Dalam penelitian, biasanya terdapat tiga masalah utama yang sering muncul sehingga dapat mengakibatkan tidak terpenuhinya asumsi dasar yang berupa: normalitas, heterokadastisitas, autokorelasi, dan multikolinearitas. Jika terjadi penyimpangan dalam asumsi dasar ini maka akan menyebabkan terjadinya kesalahan yang serius sehingga dapat menyebabkan kesalahan dalam melakukan interpretasi dari hasil pengujian yang dilakukan (Nachrowi dan Usman, 2006). Dengan metode regresi linear berganda ini akan dilakukan analisis mengenai hubungan antara besarnya laba bersih (*profit*), *Dividend Payout Ratio* (DPR), arus kas dari aktivitas operasi (CFFO), dan tingkat pinjaman (*leverage ratio*) pada perusahaan yang dimiliki dan dikontrol oleh keluarga terhadap kemampuannya berinvestasi pada aset tetap.

3.5.4. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik merupakan persyaratan yang harus dipenuhi sebelum melakukan analisis regresi linear berganda. Terdapat lima pengujian dalam asumsi klasik, yaitu: uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, uji normalitas, uji autokorelasi, dan uji linearitas.

a. Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan pengujian yang dilakukan untuk melihat apakah variabel dependen berdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas dapat dilakukan dengan uji *non parametric* menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov*, variabel yang memiliki data yang berdistribusi normal akan menghasilkan signifikansi $> 0,05$ (Uyanto, 2009). Selain itu, menurut Nachrowi dan Usman (2006), uji normalitas dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

- Membuat grafik histogram dari residual. Jika data mengikuti distribusi normal, maka histogram yang diperoleh dari pengujian akan berbentuk kurva yang menyerupai bel (*bell shaped*).
- Menggunakan *P-plot* dari residual yang telah distandarkan. Jika titik-titik data berada disepanjang garis, maka dapat dikatakan bahwa data berdistribusi normal.

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk menguji korelasi antara variabel independen. Model regresi yang baik adalah model yang variabel independennya tidak memiliki korelasi. Untuk uji multikolinearitas ini digunakan nilai *Variance-Inflating Factor* (VIF) dan *Tolerance* (TOL). Masalah multikolinearitas muncul saat diperoleh nilai $VIF > 10$ dan nilai $TOL < 0,1$. Jika hasil perhitungan menunjukkan adanya masalah dalam multikolinearitas, hal ini dapat diatasi dengan menambah jumlah data atau dengan menghilangkan variabel independen yang memiliki korelasi tertinggi dari model regresi.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk memastikan bahwa *varians* dari *error* tetap atau konstan. Jika asumsi tidak terpenuhi maka *varians* yang dihasilkan akan menjadi besar sehingga hasil yang diperoleh menjadi tidak signifikan. Hipotesis pada uji ini adalah H_0 : tidak terjadi heterokedastisitas pada sampel. Berdasarkan uji *Glejser* menggunakan program SPSS 19, jika hasil uji hipotesis yang mengasumsikan hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen dihasilkan signifikansi > 0.05 maka hipotesis diterima, yang berarti bahwa tidak terjadi heterokedastisitas dalam sampel. selain menggunakan uji *Glejser*, dapat pula digunakan uji *White* menggunakan program *EViews 7*. Dalam uji *White*, jika hasil uji hipotesis yang mengasumsikan hubungan antara variabel *independen* terhadap variabel *dependen* dihasilkan signifikansi > 0.05 maka hipotesis diterima, yang

berarti bahwa tidak terjadi heterokedastisitas dalam sampel. Selain itu pula untuk melakukan pengujian heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan membuat *scatterplot regression standardized prediction value* terhadap *regression standardized residual*. Bila *plot* yang dihasilkan memiliki pola tertentu maka dapat dikatakan bahwa terjadi heterokedastisitas sedangkan jika *plot* yang dihasilkan acak (tidak membentuk suatu pola) maka dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.5.5. Uji Hipotesis

Dalam melakukan pengujian hipotesis dilakukan berbagai tahapan uji sebagai berikut :

a. Uji *Goodness of Fit Model*

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Digunakan pengujian *R-square* yang mencerminkan seberapa besar perubahan yang terjadi pada variabel dependen yang dipengaruhi oleh perubahan pada variabel-variabel independennya. Nilai dari R^2 berada dikisaran antara 1 dan 0, untuk nilai R^2 yang mendekati 1 atau sama dengan 1 menggambarkan bahwa variabel independen sangat mempengaruhi variabel dependen dan berlaku sebaliknya.

b. Uji F

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen signifikan. Hipotesis dalam uji F ini adalah H_0 : tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen. Jika *p-value* < 0.05, maka tolak H_0 atau terima H_1 yang berarti bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini akan dilakukan pengujian mengenai pengaruh variabel independen yang berupa *profit*, DPR, arus kas dari aktivitas operasi, dan

tingkat *leverage* terhadap variabel dependen yang berupa perubahan kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam berinvestasi signifikan atau tidak menggunakan program SPSS 19. Jika dihasilkan signifikansi yang diperoleh < 0.05 maka H_0 ditolak dan dapat dikatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen.

c. Uji t

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Hipotesis dalam uji t ini adalah H_0 : tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen. Jika *p-value* < 0.05 , maka tolak H_0 atau terima H_1 yang berarti bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen tersebut terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini akan dilihat pengaruh tiap variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara *profit* dengan perubahan tingkat investasi dalam perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga menggunakan program SPSS 19, jika dihasilkan signifikansi < 0.05 maka H_0 ditolak yang berarti bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *profit* dengan perubahan tingkat investasi. Hal ini berlaku pula untuk variabel-variabel *independen* lainnya.

3.6 Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini, objek yang akan diteliti adalah perusahaan-perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode penelitian adalah tahun 2008 dan 2009. Teknik yang digunakan untuk pengambilan sampel adalah teknik *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan untuk pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah :

- Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang tidak termasuk lembaga dan institusi keuangan yang berupa: bank, asuransi, dan jasa keuangan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang termasuk dalam lembaga dan institusi keuangan memiliki sistem regulasi yang cukup ketat dan memiliki format standar terhadap laporan keuangan yang berbeda dengan jenis perusahaan lainnya sehingga dikhawatirkan dapat menimbulkan bias yang cukup besar jika jenis perusahaan ini digunakan dalam sampel.
- Perusahaan memiliki informasi dan data yang lengkap sehingga dapat digunakan dalam penelitian
- Kepemilikan keluarga dalam perusahaan > 50%
- Perusahaan tidak melakukan *corporate action* yang dapat berupa merger, akuisisi atau aksi lainnya yang berpengaruh besar terhadap laporan keuangannya.

3.7 Pengumpulan Data

Dalam melakukan pengumpulan data untuk penelitian ini, digunakan data sekunder yang diperoleh melalui:

- Data diambil dari *Osiris* yang berisikan laporan keuangan tahunan, arus kas, dan laporan laba rugi perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2008 dan 2009.
- Data diambil dari laporan keuangan perusahaan yang *publish*.
- Data mengenai proporsi kepemilikan saham yang diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory (ICMD) 2010*.



BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskriptif Sampel Penelitian

Pengumpulan sampel yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan berbagai perusahaan non finansial yang tergolong dalam perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009. Berdasarkan kriteria sampel yang telah dijelaskan pada sub bab 3.6, maka diperoleh sampel penelitian yang memenuhi kriteria sebanyak 190 sampel. Detail sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdapat pada lampiran 1. Berikut adalah prosedur pemilihan sampel yang dilakukan dalam penelitian ini :

Tabel 4.1
Prosedur Pemilihan Sampel

Tahapan	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang <i>listing</i> di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009	400
2	Perusahaan finansial	(67)
3	Perusahaan non finansial	333
4	Perusahaan yang memiliki data yang tidak lengkap	(49)
5	Perusahaan yang memiliki data yang lengkap	284
6	Perusahaan <i>non-family</i>	(94)
7	Perusahaan keluarga	190

Sumber : Data hasil pengolahan

Berdasarkan tabel 4.1 di atas, terlihat prosedur yang digunakan dalam pemilihan sampel yang akan dipergunakan dalam penelitian dan diperoleh jumlah sampel sebanyak 190 perusahaan.

Setelah melakukan prosedur pemilihan sampel, sampel yang berjumlah 190 perusahaan tersebut kemudian dibagi berdasarkan sektor industrinya. Pembagian sektor industri sampel yang telah lolos prosedur pemilihan akan dijabarkan pada tabel 4.2 sebagai berikut :

Tabel 4.2
Sektor industri Sampel

No	Industri	Jumlah	Persentase
1	Pertanian	8	4.210%
2	Pertambangan	6	3.157%
3	Industri Dasar dan Kimia	45	23.684%
4	Aneka Industri	22	11.578%
5	Barang konsumsi	23	12.105%
6	Properti, <i>Real estate</i> , dan konstruksi	17	8.947%
7	Infrastruktur, <i>Utility</i> , dan transportasi	17	8.947%
8	Perdagangan, Jasa, dan Investasi	52	27.368%
Total		190	100%

Sumber : *IDX Fact Book*

Berdasarkan tabel 4.2 diperoleh informasi bahwa sektor industri yang memiliki persentase yang paling besar yang tergolong dalam perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dan *listing* dalam Bursa efek Indonesia (BEI) adalah sektor industri perdagangan, jasa, dan investasi dengan persentase sebesar 27.368% kemudian diikuti oleh sektor industri dasar dan kimia dengan persentase 23.684%. Sedangkan sektor industri terendah adalah industri pertambangan dengan persentase sebesar 6 persen diikuti oleh industri pertanian sebesar 8%.

4.2 Statistik Deskriptif

Setelah melakukan prosedur pemilihan sampel dan pembagian sektor industri sampel, kemudian dilakukan analisis statistik deskriptif terhadap sampel-sampel tersebut menggunakan program SPSS 19. Sebelum dilakukan analisis statistik deskriptif, akan dilakukan *treatment* terhadap data *outlier* menggunakan pendekatan yang dilakukan oleh Hermawan (2009), yaitu dengan menggunakan metode *winsorizing*. Penetapan *outlier* dilakukan pada data yang terletak di luar batas angka 3 standar deviasi dari rata-rata (*mean*) variabel tersebut. Kemudian data *outlier* akan diganti dengan angka tertinggi atau terendah yang terdapat dalam observasi yang masih berada di dalam batas-batas 3 standar deviasi dari *mean* (*winsorized approach*). Dengan demikian tidak terdapat observasi yang dikeluarkan dari data yang akan diolah. Setelah dilakukan *treatment outlier*, lalu dilakukan pengujian statistik deskriptif dari data-data yang akan dianalisis rata-rata (*mean*), *median*, standar deviasi, data minimum, dan data maksimum menggunakan program SPSS 19, seperti yang dapat terlihat pada tabel 4.3.

Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif pada tabel 4.3, dapat dilihat bahwa untuk variabel dependen yang berupa tingkat investasi, diperoleh rata-rata sebesar 0.24028. Dari hasil perhitungan rata-rata tersebut, dapat dikatakan bahwa tingkat investasi pada aset tetap yang dilakukan oleh perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga cukup rendah, yaitu 24.028%. Hal ini didukung oleh hasil perhitungan *median* data, yaitu 0.09487 yang menunjukkan bahwa data tengah dari sampel yang diuji memiliki tingkat investasi yang cukup rendah yaitu 9.487%. Bila dilihat dari nilai minimum variabel ini, terlihat bahwa terdapat perusahaan yang tidak melakukan investasi pada tahun penelitian, sedangkan berdasarkan data maksimum variabel ini terlihat bahwa terdapat perusahaan yang melakukan investasi pada tingkat yang sangat besar, yaitu sebesar 4.70914 atau 470.914%.

Tabel 4.3
Hasil Pengolahan Statistik Deskriptif

STATISTIK DESKRIPTIF	MINIMUM	MAKSIMUM	MEAN	MEDIAN	STD.DEV
INV	0.00000	4.70914	0.24028	0.09487	0.63223
PROFIT	-3.10974	3.16435	0.26994	0.07942	0.93358
DPR	-0.00736	1.14198	0.15719	0.00000	0.28447
CFFO	-4.20078	4.30005	0.27545	0.17396	1.30345
LEVERAGE	0.00000	2.58360	0.32159	0.26531	0.35986

Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

Jumlah observasi : 190 perusahaan dengan melakukan *winsorized* berdasarkan batas-batas tiga standar deviasi dari *mean*.

INV_{it} : Besarnya pengeluaran kas untuk investasi pada aset tetap perusahaan di tahun penelitian yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan di tahun sebelumnya (t-1). $PROFIT_{it-1}$: Besarnya laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1). DPR_{it} : Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham pada tahun penelitian yang dibagi dengan laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan pada tahun penelitian. $CFFO_{it-1}$: Arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1). LEV_{it-1} : Besarnya pinjaman yang dilakukan perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang dibagi dengan *total asset* yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1).

Hasil pengujian statistik terhadap variabel independen yang berupa PROFIT perusahaan dihasilkan rata-rata sebesar 0.26994. Bila dilihat nilai dari rata-rata tersebut, perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga memiliki profitabilitas yang cukup baik, yaitu 26.994%. Dari nilai minimum, terlihat bahwa terdapat perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang cukup rendah (cenderung rugi) yaitu -3.10974 atau -410.974%, sedangkan bila dilihat dari nilai maksimum terlihat bahwa terdapat perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang sangat tinggi yaitu sebesar 3.16435 atau 316.435%.

Variabel independen berikutnya adalah tingkat *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dibagikan perusahaan terhadap para pemegang saham. Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif terhadap variabel ini diperoleh rata-rata sebesar 0.15719.

Dari hasil perhitungan rata-rata, dapat dikatakan bahwa perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga membagikan 15.719% laba bersihnya untuk dividen. Tetapi bila dilihat dari *median* yang menunjukkan angka 0%, terlihat bahwa perusahaan keluarga sebagian besar tidak membagikan dividen terhadap para pemegang saham. Bila dilihat dari data minimum dan data maksimum, terlihat bahwa terdapat perusahaan yang tetap membagikan dividen kepada pemegang sahamnya walaupun perusahaan mengalami kerugian sehingga data minimum dari variabel ini adalah -0.736% dan terdapat perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang cukup besar sehingga dihasilkan data maksimum sebesar 1.14198 atau 114.198%.

Variabel independen yang ketiga adalah tingkat arus kas dari aktivitas operasi. Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif terhadap variabel ini diperoleh rata-rata sebesar 0.27545. Dari perhitungan rata-rata ini, dapat dikatakan bahwa perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga memiliki tingkat arus kas dari aktivitas operasi yang cukup tinggi, yaitu 0.27545. Bila dilihat dari hasil perhitungan *median* terlihat bahwa perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga memiliki tingkat arus kas yang cukup tinggi yaitu 0.17396. Dari data minimum variabel ini, terlihat bahwa terdapat perusahaan yang memiliki tingkat arus kas dari aktivitas operasi yang sangat rendah yaitu sebesar -4.20078 dan terdapat perusahaan yang memiliki tingkat arus kas dari aktivitas operasi yang sangat tinggi yaitu sebesar 4.30005.

Variabel independen yang terakhir adalah tingkat *leverage* (LEV). Dari hasil pengujian statistik deskriptif variabel ini, diperoleh rata-rata tingkat *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan keluarga sebesar 0.32159. Nilai rata-rata yang dihasilkan menunjukkan bahwa tingkat *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan keluarga cukup tinggi yaitu sebesar 0.32159. Hal ini didukung oleh hasil perhitungan *median* yang menunjukkan nilai data tengah dari penelitian ini memiliki tingkat *leverage* yang cukup besar yaitu 0.26531. Bila dilihat dari data minimum sampel, terlihat bahwa terdapat beberapa perusahaan yang tidak melakukan pinjaman sehingga diperoleh

tingkat *leverage* minimum dari variabel ini 0 dan terdapat perusahaan yang melakukan pinjaman dalam jumlah yang sangat besar sehingga diperoleh nilai maksimum dari variabel ini 2.58360.

4.3 Uji Korelasi

Dari tabel 4.4 terlihat bahwa dari empat variabel independen yang diuji, hanya arus kas dari aktivitas operasi ($CFFO_{it-1}$) dan *leverage* yang memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap variabel dependen yang berupa tingkat investasi (INV_{it}) pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga. Berdasarkan hasil tersebut, dapat dikatakan bahwa semakin besar arus kas dari aktivitas operasi yang dimiliki oleh perusahaan keluarga, maka tingkat investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut juga akan semakin besar. Hal ini dikarenakan arus kas dari aktivitas operasi yang merupakan sumber pendanaan internal diprioritaskan oleh perusahaan keluarga untuk mendanai aktivitas investasinya sehingga semakin besar arus kas dari aktivitas operasi perusahaan, maka investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan juga akan semakin besar.

Sedangkan untuk tingkat *leverage*, semakin tinggi tingkat *leverage* maka investasi yang dapat dilakukan perusahaan semakin rendah. Tingginya tingkat *leverage* yang digunakan perusahaan keluarga dapat menyebabkan rendahnya tingkat pinjaman berikutnya yang dapat diperoleh perusahaan keluarga sehingga sumber pendanaan eksternal yang dapat digunakan untuk mendanai investasi menjadi terbatas dan investasi yang dapat dilakukan juga akan menjadi terbatas.

Sedangkan untuk variabel laba ($PROFIT_{it-1}$) dan *Dividend Payout Ratio* (DPR_{it}), terlihat bahwa terdapat hubungan yang positif tetapi tidak signifikan terhadap tingkat investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga.

Tabel 4.4
Hasil Pengolahan Korelasi *Pearson*

	INV	PROFIT	DPR	CFFO	LEV
INV	1.00				
PROFIT	0.070 (0.340)	1.00			
DPR	0.009 (0.905)	0.273** (0.000)	1.00		
CFFO	0.260** (0.000)	0.142 (0.051)	0.125 (0.087)	1.00	
LEV	-0.146* (0.044)	-0.263** (0.000)	-0.199** (0.006)	-0.104 (0.154)	1.00

Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (2-tailed)

* Signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (2-tailed)

Angka di dalam kurung menunjukkan *p-value*

Selain dapat melihat hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen, hasil uji korelasi *Pearson* ini juga dapat melihat hubungan antar variabel independen. Dari tabel 4.4 tersebut, dapat terlihat bahwa terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara tingkat profitabilitas perusahaan dengan tingkat DPR perusahaan keluarga. Dari hubungan ini dapat dikatakan bahwa semakin besar tingkat profitabilitas perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga maka DPR yang dibayarkan kepada para pemegang saham akan semakin besar. Hal ini dikarenakan profitabilitas perusahaan yang merupakan sumber pendanaan internal dapat digunakan untuk pembayaran dividen, sehingga semakin besar profitabilitas perusahaan maka dividen yang dapat dibayarkan kepada para pemegang saham juga otomatis akan semakin besar. Kemudian dapat pula dilihat bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara tingkat profitabilitas perusahaan dengan tingkat *leverage* perusahaan keluarga. Hubungan tersebut menunjukkan bahwa semakin besar

tingkat profitabilitas perusahaan maka tingkat leverage yang terdapat pada perusahaan keluarga semakin rendah. Hal ini dikarenakan tingginya tingkat profitabilitas yang dimiliki perusahaan keluarga menyebabkan kebutuhan sumber pendanaan eksternal yang berupa pinjaman sebagai dana tambahan perusahaan menjadi rendah. Sedangkan untuk variabel arus kas dari aktivitas operasi ($CFFO_{it-1}$), terlihat bahwa terdapat hubungan yang positif tetapi tidak signifikan terhadap tingkat profitabilitas perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga.

Kemudian dapat pula dilihat hubungan antara tingkat DPR dengan tingkat *leverage* perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga. Dalam penelitian ini dapat terlihat bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara tingkat DPR dengan tingkat *leverage* perusahaan keluarga. Hubungan ini menandakan bahwa semakin besar DPR, maka tingkat *leverage* pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga semakin kecil. Hal ini menunjukkan bahwa dalam perusahaan keluarga walaupun tingkat DPR tinggi, tetapi perusahaan tidak hanya mengandalkan sumber pendanaan eksternal yang berupa *leverage* untuk pendanaan aktivitas perusahaan. Sedangkan untuk variabel arus kas dari aktivitas operasi terlihat bahwa terdapat hubungan yang positif tetapi tidak signifikan terhadap tingkat DPR perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga. Sedangkan hubungan antara tingkat arus kas dari aktivitas operasi perusahaan terhadap tingkat *leverage* perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga negatif tetapi tidak signifikan.

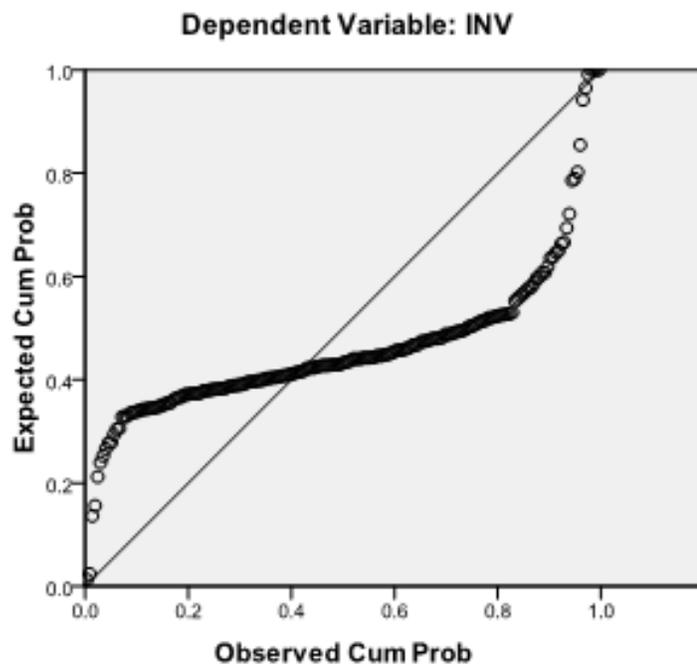
Dari keseluruhan hasil uji korelasi *Pearson* yang tercantum pada tabel 4.4, terlihat bahwa hubungan antar variabel independen yang berupa tingkat profitabilitas, DPR, arus kas dari aktivitas operasi, dan tingkat *leverage* pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga tidak ada yang tinggi sehingga dimungkinkan tidak terjadi masalah multikolinearitas dalam model penelitian ini.

4.4 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik merupakan persyaratan yang harus dipenuhi sebelum melakukan analisis regresi linear berganda. Terdapat lima pengujian dalam asumsi klasik, yaitu: uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, uji normalitas, uji autokorelasi, dan uji linearitas.

a. Uji Normalitas

Dalam penelitian, dilakukan uji normalitas menggunakan metode *P-Plot* seperti gambar 4.1 dan dilakukan pula pengujian dengan metode *Kolmogorov-Smirnov* untuk memperkuat hasil pengujian seperti yang terdapat pada tabel 4.5 sebagai berikut :



Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

Gambar 4.1
Uji Normalitas Menggunakan Metode P-Plot

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan metode *P-Plot* di atas, diperoleh hasil bahwa variabel dependen yang berupa tingkat investasi tidak berdistribusi normal. Hal ini dapat terlihat dari distribusi plot yang tidak berada di sekitar garis diagonal. Untuk lebih memastikan hasil uji normalitas ini, maka dilakukan uji normalitas menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov* seperti tabel 4.5.

Tabel 4.5
Uji Normalitas Menggunakan Metode Kolmogorov_Smirnov

		INV
N		190
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0.240
	Std. Deviation	0.632
Most Extreme Differences	Absolute	0.352
	Positive	0.325
	Negative	-0.352
Kolmogorov-Smirnov Z		4.851
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.000

Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

Berdasarkan tabel 4.5 di atas, terlihat bahwa variabel dependen yang berupa tingkat investasi tidak berdistribusi normal. Hal ini terlihat pada hasil uji signifikansi data $0.000 < 0.05$ sehingga hipotesis ditolak yang berarti bahwa data tidak berdistribusi normal. Karena data yang digunakan dalam penelitian cukup banyak yaitu berjumlah 190 data, maka asumsi normalitas data dapat diabaikan (Nachrowi dan Usman, 2006).

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk menguji korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik adalah model yang variabel independennya

tidak memiliki korelasi. Untuk uji multikolinearitas ini digunakan nilai *Variance-Inflating Factor* (VIF) dan *Tolerance* (TOL). Masalah multikolinearitas muncul saat diperoleh nilai $VIF > 10$ dan nilai $TOL < 0,1$. Jika hasil perhitungan menunjukkan adanya masalah dalam multikolinearitas, hal ini dapat diatasi dengan menambah jumlah data atau dengan menghilangkan variabel independen yang memiliki korelasi tertinggi dari model regresi. Hasil uji multikolinearitas menggunakan program SPSS 19 dapat terlihat pada tabel 4.6 sebagai berikut :

Tabel 4.6
Uji Multikolinearitas

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROFIT_{it-1} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 CFFO_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Variabel	Tolerance	VIF
PROFIT	0.872	1.147
DPR	0.902	1.109
CFFO	0.969	1.032
LEV	0.910	1.099

Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

INV_{it} : Besarnya pengeluaran kas untuk investasi pada aset tetap perusahaan di tahun penelitian yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan di tahun sebelumnya (t-1). $PROFIT_{it-1}$: Besarnya laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1). DPR_{it} : Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham pada tahun penelitian yang dibagi dengan laba bersih yang berhasil diperoleh perusahaan pada tahun penelitian. $CFFO_{it-1}$: Arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang distandarkan dengan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1). LEV_{it-1} : Besarnya pinjaman yang dilakukan perusahaan pada tahun sebelum penelitian (t-1) yang dibagi dengan *total asset* yang dimiliki perusahaan pada awal tahun sebelum penelitian (t-1).

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas seperti yang terdapat pada tabel 4.6 di atas, terlihat bahwa semua variabel independen memiliki *Variance-Inflating Factor* (VIF) < 10 dan *Tolerance* (TOL) > 0.1 yang berarti bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas untuk semua variabel independen dalam penelitian (tidak terdapat korelasi antar variabel independen).

c. Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk memastikan bahwa *varians* dari *error* tetap atau konstan. Jika asumsi tidak terpenuhi maka *varians* yang dihasilkan akan menjadi besar sehingga hasil yang diperoleh menjadi tidak signifikan. Hipotesis pada uji ini adalah H_0 : tidak terjadi heterokedastisitas pada sampel. Berdasarkan uji *White* menggunakan program *EViews 7*, jika hasil uji hipotesis yang mengasumsikan hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen dihasilkan signifikansi > 0.05 maka hipotesis diterima, yang berarti bahwa tidak terjadi heterokedastisitas dalam sampel. Hasil uji heterokedastisitas dapat terlihat pada tabel 4.7.

Tabel 4.7
Uji *White* untuk Heterokedastisitas

F-statistic	4.251450	Prob. F(4,185)	0.0026
Obs*R-squared	15.99510	Prob. Chi-Square(4)	0.0030

Sumber : Data hasil pengolahan (EViews 7)

Berdasarkan tabel 4.7, terlihat bahwa hasil pengujian menghasilkan signifikansi $0.0030 < 0.05$ yang berarti bahwa hipotesis ditolak yaitu terjadi heterokedastisitas dalam sampel. Oleh karena itu, model regresi dalam penelitian ini akan diregresikan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance* seperti yang terdapat pada tabel 4.8.

Tabel 4.8
Hasil Regresi Model Penelitian

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROFIT_{it-1} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 CFFO_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Model	Expected sign	Unstandardized coefficient	t	Sig.
		B		
(Constant)		0.293	3.426	0.000***
PROFIT	+	0.010	0.083	0.466
DPR	-	-0.115	-0.927	0.177
CFFO	+	0.121	0.074	0.051*
LEV	-	-0.222	-2.089	0.019**
R-squared	0.084			
Adjusted R-squared	0.064			
Durbin-Watson stat	1.744			
F-statistic	4.252			
Prob(F-statistic)	0.002			

Sumber : Data hasil pengolahan (EViews 7)

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*one-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*one-tailed*)

4.5. Uji Hipotesis

Dalam melakukan pengujian hipotesis dilakukan berbagai tahapan uji sebagai berikut :

a. Uji *Goodness of Fit Model (adjusted R²)*

Dalam penelitian ini, karena terjadi heterokedastisitas pada data maka dilakukan regresi menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent*

Coefficient Covariance, sehingga diperoleh *adjusted R-square* yang mencerminkan seberapa besar perubahan yang terjadi pada variabel dependen yang dipengaruhi oleh perubahan pada variabel-variabel independennya setelah dilakukan penyesuaian ukuran sampel dan jumlah parameter. Dari tabel 4.8, terlihat bahwa dari pengujian regresi yang dilakukan dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance* diperoleh *adjusted R²* sebesar 0.064 yang berarti bahwa seluruh variabel *independen* hanya dapat menjelaskan pergerakan variabel dependen sebesar 6.4%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

b. Uji F

Berdasarkan hasil pengujian regresi menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance* pada tabel 4.8, pengujian model dengan uji F menunjukkan nilai $p = 0.002$ dan *F-statistic* sebesar 4.252. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa model penelitian telah menggambarkan pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen dengan cukup baik. Dengan demikian model penelitian ini valid untuk digunakan.

4.6 Uji Regresi Linear

Uji regresi linear dengan menggunakan variabel tunggal digunakan untuk memperkuat hasil pengujian yang telah dilakukan di atas. Pengujian dilakukan dengan menggunakan program SPSS 19. Setelah dilakukan regresi linear dengan menggunakan variabel tunggal, maka diperoleh hasil sebagai berikut :

a. Tingkat Profitabilitas

Tabel 4.9
Hasil Regresi Linear untuk Variabel Profitabilitas

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PROFIT}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Model	Expected sign	Unstandardized coefficient	t	Sig.
		B		
(Constant)		0.228	4.764	0.000***
PROFIT	+	0.047	0.956	0.170
R-squared	0.005			
Adjusted R-squared	0.000			
F-statistic	0.913			
Prob(F-statistic)	0.340			

Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

b. Dividend Payout Ratio (DPR)

Tabel 4.10
Hasil Regresi Linear untuk Variabel DPR

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DPR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model	Expected sign	Unstandardized coefficient	t	Sig.
		B		
(Constant)		0.237	4.513	0.000***
DPR	+	0.019	0.119	0.452
R-squared	0.000			
Adjusted R-squared	-0.005			
F-statistic	0.014			
Prob(F-statistic)	0.905			

Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

c. Arus Kas dari Aktivitas Operasi

Tabel 4.11
Hasil Regresi Linear untuk Variabel CFFO

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFFO_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Model	Expected sign	Unstandardized coefficient	t	Sig.
		B		
(Constant)		0.206	4.529	0.000***
CFFO	+	0.126	3.688	0.000***
R-squared	0.067			
Adjusted R-squared	0.062			
F-statistic	13.598			
Prob(F-statistic)	0.000			

Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

d. Tingkat *Leverage*

Tabel 4.12
Hasil Regresi Linear untuk Variabel LEV

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Model	Expected sign	Unstandardized coefficient	t	Sig.
		B		
(Constant)		0.323	5.284	0.000***
LEV	-	0.257	-2.024	0.022**
R-squared	0.021			
Adjusted R-squared	0.016			
F-statistic	4.095			
Prob(F-statistic)	0.044			

Sumber : Data hasil pengolahan (SPSS 19)

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$ (*one-tailed*)

Dari hasil regresi di atas, terlihat bahwa hasil regresi linear dengan menggunakan variabel tunggal mendukung hasil regresi berganda. Hasil regresi menunjukkan bahwa variabel independen yang berupa arus kas dari aktivitas operasi (CFFO) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berinvestasi. Selain itu, variabel tingkat *leverage* (LEV) memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan perusahaan berinvestasi. Sedangkan untuk variabel PROFIT dan DPR tidak memiliki pengaruh terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi.

4.7 Analisis Hipotesis

Setelah melakukan beberapa pengujian untuk menguji hipotesis dari penelitian ini seperti yang telah di jabarkan pada sub bab 4.5 dan 4.6, maka dilakukan analisis terhadap hasil pengujian yang telah dilakukan. Dalam analisis hipotesis ini akan dilihat tingkat profitabilitas (PROFIT), *Dividend Payout Ratio* (DPR), arus kas dari aktivitas operasi (CFFO), dan tingkat *leverage* (LEV) terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam berinvestasi (INV).

4.7.1 Pengaruh Tingkat Profitabilitas terhadap Investasi

Pengujian hipotesis 1a ditujukan untuk menguji pengaruh tingkat profitabilitas perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi. Berdasarkan hasil regresi pada tabel 4.8, terlihat bahwa variabel $PROFIT_{it-1}$ memiliki koefisien yang positif tetapi tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berinvestasi. Hal ini berarti bahwa besarnya tingkat profitabilitas yang merupakan sumber pendanaan internal dalam perusahaan yang dimiliki dan

dikendalikan oleh keluarga tidak diperhitungkan oleh perusahaan dalam melakukan aktivitas investasi. Dengan demikian temuan penelitian ini tidak mendukung hipotesis 1a.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006). Dalam penelitiannya dikatakan bahwa investasi pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dipengaruhi secara signifikan oleh tingkat profitabilitas perusahaan sebagai salah satu sumber pendanaan internal, hal ini dikarenakan biaya dari penggunaan sumber pendanaan eksternal cukup tinggi sehingga perusahaan akan memprioritaskan sumber pendanaan internalnya untuk mendanai aktivitas investasi perusahaan.

Berbeda dengan temuan dari penelitian ini, dalam penelitian ini ditemukan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan investasi perusahaan. Hal ini menandakan bahwa seberapa besar profit yang dimiliki perusahaan tidak mempengaruhi besar ataupun kecilnya investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut. Berdasarkan temuan ini, terdapat berbagai kemungkinan yang tidak diungkapkan pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006) mengenai pengaruh tingkat profitabilitas perusahaan terhadap investasi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga di Indonesia.

Tingkat profitabilitas tidak mempengaruhi keputusan perusahaan dalam berinvestasi pada aset tetapnya dikarenakan investasi pada aset tetap merupakan investasi jangka panjang yang memiliki konsekuensi jangka panjang pula sehingga banyak pertimbangan dari pihak manajemen untuk melakukan investasi yang menyebabkan tingkat profitabilitas menjadi tidak berpengaruh dalam pengambilan keputusan berinvestasi pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga.

Pertimbangan yang dilakukan oleh pihak manajemen dalam pengambilan keputusan berinvestasi dapat berupa kebutuhan perusahaan akan investasi tersebut

sehingga perusahaan tidak memperdulikan besarnya dana internal yang dimiliki untuk melakukan investasi. Jika investasi benar-benar dibutuhkan oleh perusahaan, walaupun sumber pendanaan internal perusahaan terbatas, perusahaan dapat menggunakan sumber pendanaan lain untuk membiayai investasi tersebut yang dapat berupa pinjaman ataupun pemegang saham menyuntikkan dana segar ke perusahaan, selain itu dana juga dapat diperoleh dari institusi keuangan dalam grup yang dimiliki perusahaan keluarga tersebut. Begitu pula saat sumber pendanaan internal yang dimiliki perusahaan besar, tetapi jika investasi yang akan dilakukan tidak dibutuhkan perusahaan, maka perusahaan tidak akan melakukan investasi. Hal inilah yang menyebabkan profitabilitas sebagai salah satu sumber pendanaan internal tidak memiliki pengaruh dalam keputusan perusahaan keluarga berinvestasi.

Selain itu, besarnya sumber pendanaan internal tidak berpengaruh terhadap keputusan perusahaan berinvestasi dikarenakan adanya kecenderungan yang dimiliki oleh pemegang saham untuk menggunakan sumber pendanaan internal tersebut bukan untuk berinvestasi, tetapi untuk kepentingan lainnya. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh yang dimiliki oleh pemegang saham dalam penentuan penggunaan sumber pendanaan internal yang dimiliki oleh perusahaan keluarga. Kemungkinan lain adalah profitabilitas yang dihasilkan perusahaan tidak sepenuhnya dapat terealisasi dalam bentuk kas sehingga yang mempengaruhi besarnya investasi hanya laba yang terealisasi dalam bentuk kas bukan laba yang tercatat dalam laporan keuangan.

4.7.2 Pengaruh *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap Investasi

Pengujian hipotesis 2a ditujukan untuk menguji pengaruh *dividend payout ratio* (DPR) perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi. Berdasarkan hasil regresi pada tabel 4.8, terlihat bahwa variabel DPR_{it} memiliki koefisien yang negatif tetapi tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* (DPR) tidak memiliki pengaruh terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan

oleh keluarga berinvestasi. Hal ini berarti bahwa besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan kepada para pemegang saham tidak mempengaruhi besarnya sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan investasi. Dengan demikian temuan penelitian ini tidak mendukung hipotesis 2a.

Dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa tidak terdapat pengaruh antara DPR dengan keputusan perusahaan berinvestasi. Tingkat investasi perusahaan tidak dipengaruhi oleh DPR dikarenakan sumber pendanaan yang digunakan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham tidak digunakan untuk mendanai investasi hal ini menyebabkan berapapun besarnya dividen perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga tidak berpengaruh terhadap besarnya sumber pendanaan yang akan digunakan perusahaan untuk berinvestasi, selain itu sumber pendanaan yang banyak bagi perusahaan keluarga dapat menyebabkan pembagian dividen tidak mempengaruhi besarnya dana yang akan digunakan perusahaan untuk berinvestasi sehingga tingkat investasi pada perusahaan tersebut juga tidak akan terpengaruh oleh besarnya DPR pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga.

4.7.3 Pengaruh Arus Kas dari Aktivitas Operasi terhadap Investasi

Pengujian hipotesis 3a ditujukan untuk menguji pengaruh arus kas dari aktivitas operasi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi. Berdasarkan hasil regresi pada tabel 4.8, terlihat bahwa variabel $CFFO_{it-1}$ memiliki koefisien yang positif dan signifikan marjinal pada $\alpha = 10\%$. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa arus kas dari aktivitas operasi memiliki pengaruh positif terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berinvestasi. Hal ini berarti bahwa besarnya arus kas dari aktivitas operasi diperhitungkan oleh perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam melakukan aktivitas investasi. Dengan demikian temuan penelitian ini mendukung hipotesis 3a.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006) yang menyatakan bahwa arus kas berpengaruh secara signifikan terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam berinvestasi. Sama halnya dengan tingkat profitabilitas, arus kas sebagai sumber pendanaan internal diprioritaskan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitas investasi karena biaya dari penggunaan sumber pendanaan eksternal cukup tinggi sehingga penggunaan sumber pendanaan internal merupakan cara yang efektif dan efisien bagi perusahaan untuk mendanai aktivitas investasinya.

Dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh yang signifikan marginal antara besarnya arus kas dari aktivitas operasi dengan kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi. Hal ini dikarenakan laba yang dapat direalisasikan dalam bentuk kas oleh perusahaan keluarga dimanfaatkan secara optimal sebagai sumber pendanaan internal yang digunakan untuk mendanai aktivitas investasi perusahaan, sehingga semakin besar arus kas yang dihasilkan perusahaan maka investasi yang dapat dilakukan perusahaan juga akan semakin besar. Arus kas merupakan sumber pendanaan internal yang diprioritaskan oleh perusahaan dalam mendanai investasi dikarenakan kemudahan dan penggunaan sumber pendanaan internal yang lebih murah bila dibandingkan dengan penggunaan sumber pendanaan eksternal.

4.7.4 Pengaruh Tingkat *Leverage* terhadap Investasi

Pengujian hipotesis 4a ditujukan untuk menguji pengaruh tingkat *leverage* perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi. Berdasarkan hasil regresi pada tabel 4.8, terlihat bahwa variabel LEV_{it} memiliki koefisien yang negatif dan signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa tingkat *leverage* pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga memiliki pengaruh negatif terhadap kemampuan perusahaan berinvestasi. Hal ini berarti bahwa perusahaan keluarga

memperhitungkan besarnya *leverage* untuk mendanai aktivitas investasi perusahaan. Dengan demikian temuan penelitian ini mendukung hipotesis 4a.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan marjinal dari tingkat *leverage* perusahaan terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berinvestasi. Dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa tingkat *leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi. Hal ini dikarenakan perusahaan keluarga menggunakan *leverage* sebagai sumber pendanaan eksternal secara optimal akibat terdapat banyaknya kendala yang dihadapi perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan internal, tetapi besarnya tingkat *leverage* yang dimiliki perusahaan keluarga ini menyebabkan keterbatasan yang dihadapi perusahaan ini untuk melakukan pinjaman berikutnya sehingga tingkat investasi yang dapat dilakukan perusahaan juga akan menjadi terbatas. Tingkat *leverage* yang dibatasi oleh pihak kreditur terhadap perusahaan keluarga ini dilakukan untuk menghindari kegagalan pembayaran yang dapat terjadi pada perusahaan ini.

Berbagai hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Peter dan Westerheide (2011) yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga lebih banyak menggunakan pinjaman jangka pendek untuk pendanaan investasi jangka panjangnya bila dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga dikarenakan perusahaan keluarga memiliki sedikit permasalahan dalam proses kontrol dan memiliki *credit rating* yang baik. *Credit rating* yang baik pada perusahaan keluarga menyebabkan suku bunga yang ditawarkan bagi perusahaan keluarga bersifat menguntungkan (suku bunga pinjaman yang ditawarkan kepada perusahaan keluarga lebih rendah dibandingkan dengan suku bunga pinjaman yang ditawarkan kepada perusahaan non-keluarga). Berdasarkan literatur tersebut dan penelitian yang telah dilakukan, terlihat bahwa tingkat *leverage* pada perusahaan keluarga cukup tinggi. Tingginya tingkat *leverage* yang dilakukan oleh perusahaan keluarga menyebabkan adanya keterbatasan pinjaman pada periode berikutnya yang dapat dilakukan perusahaan sehingga

pinjaman yang dapat digunakan perusahaan sebagai dana tambahan untuk melakukan investasi menjadi terbatas. Keterbatasan pinjaman yang dapat dilakukan perusahaan menyebabkan tingkat investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut semakin berkurang. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh yang negatif dan signifikan marjinal antara tingkat *leverage* dengan tingkat investasi pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan dalam penelitian ini dengan menggunakan model yang dikembangkan dari penelitian yang dilakukan Hanazaki dan Liu (2006), maka diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa tingkat profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi, hal ini dikarenakan tidak semua laba yang tercatat dalam laporan keuangan dapat terealisasi dalam bentuk kas, sehingga besarnya profitabilitas perusahaan tidak mempengaruhi kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi, tetapi besarnya laba yang dapat terealisasi dalam bentuk kas yang mempengaruhi kemampuan investasi perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006), dalam penelitiannya dikatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara tingkat profitabilitas terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi, hal ini dikarenakan perusahaan keluarga memprioritaskan sumber pendanaan internal untuk mendanai aktivitas investasi perusahaan akibat tingginya biaya dari penggunaan sumber pendanaan eksternal.
2. *Dividend Payout Ratio* (DPR) tidak memiliki pengaruh terhadap investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga. Tingkat investasi perusahaan tidak dipengaruhi oleh DPR dikarenakan sumber pendanaan yang digunakan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham tidak digunakan untuk mendanai investasi hal ini menyebabkan berapapun besarnya dividen perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga tidak berpengaruh terhadap besarnya sumber pendanaan yang akan digunakan perusahaan untuk

berinvestasi, selain itu sumber pendanaan yang banyak bagi perusahaan keluarga dapat menyebabkan pembagian dividen tidak mempengaruhi besarnya dana yang akan digunakan perusahaan untuk berinvestasi sehingga tingkat investasi pada perusahaan tersebut juga tidak akan terpengaruh oleh besarnya DPR pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga.

3. Arus kas dari aktivitas operasi berdasarkan penelitian memiliki pengaruh positif dan signifikan marjinal terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi. Hal ini dikarenakan penggunaan sumber pendanaan internal diprioritaskan oleh perusahaan untuk mendanai investasi karena lebih mudah dan lebih tidak membutuhkan biaya yang cukup besar bila dibandingkan dengan penggunaan sumber pendanaan eksternal. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006), dikatakan bahwa arus kas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kemampuan perusahaan keluarga berinvestasi.
4. Rasio pinjaman memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan marjinal terhadap tingkat investasi pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hanazaki dan Liu (2006). Perusahaan keluarga lebih banyak menggunakan pinjaman untuk pendanaan investasi jangka panjangnya karena adanya *benefit* yang berupa tingkat suku bunga pinjaman yang rendah. Tingginya tingkat pinjaman yang dilakukan oleh perusahaan keluarga menyebabkan adanya keterbatasan pinjaman pada periode berikutnya yang dapat dilakukan perusahaan sehingga pinjaman yang dapat digunakan perusahaan sebagai dana tambahan untuk melakukan investasi menjadi terbatas. Keterbatasan pinjaman yang dapat dilakukan perusahaan akan menyebabkan tingkat investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut semakin berkurang.

5.2 Keterbatasan dalam Penelitian

Dalam penelitian yang telah dilakukan ini, terdapat berbagai keterbatasan, yaitu :

- Penelitian hanya dilakukan dalam satu tahun, sehingga rentang penelitian yang dilakukan menjadi terbatas dan informasi yang dimiliki juga terbatas. Keterbatasan data ini menyebabkan hasil yang diperoleh hanya menggambarkan kondisi investasi perusahaan keluarga pada tahun penelitian bukan kondisi riil mengenai aktivitas investasi pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga.
- Obyek yang digunakan dalam penelitian ini tidak dapat mencerminkan kondisi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga secara keseluruhan karena hanya digunakan data 190 perusahaan akibat ketidaklengkapan data dari sumber yang diperoleh.
- Dalam penelitian tidak dilakukan perhitungan faktor-faktor lain yang mungkin mempengaruhi kemampuan investasi dalam perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga, seperti: total aset, total penjualan, dan tingkat risiko investasi.
- Pendefinisian perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga berdasarkan asumsi kepemilikan keluarga $> 50\%$. Sedangkan terdapat kemungkinan bahwa terdapat kepemilikan keluarga $< 50\%$ yang memiliki pengaruh terhadap perusahaan.

5.3 Saran

5.3.1 Bagi Perusahaan

Manfaat penelitian ini bagi perusahaan adalah perusahaan menjadi lebih mengerti mengenai tingginya tingkat *leverage* yang dimiliki. Saran yang dapat diberikan kepada perusahaan dari penelitian ini adalah perusahaan keluarga dapat mengatur besarnya tingkat *leverage* yang dimiliki sehingga risiko terhadap terjadinya

financial distress dapat diminimalisir dan investasi dapat tetap dilakukan secara optimal.

5.3.2 Bagi Kreditur (Bank)

Dari penelitian yang telah dilakukan, pihak kreditur sebaiknya melakukan pertimbangan yang lebih matang dalam pemberian pinjaman terhadap perusahaan sehingga dapat meminimalisir kemungkinan kegagalan pembayaran dari pihak debitur dan dapat mencegah terjadinya kebangkrutan.

5.3.3 Bagi Investor

Besarnya tingkat *leverage* yang dimiliki perusahaan keluarga menyebabkan perusahaan ini lebih berisiko. Risiko muncul akibat adanya kemungkinan kegagalan pembayaran dan kemungkinan munculnya *financial distress*. Oleh karena itu, investasi pada perusahaan keluarga ini sesuai untuk investor dengan profil *risk taker*.

5.3.4 Bagi Akademisi

Dalam penelitian berikutnya, berbagai hal di bawah ini adalah saran-saran yang dapat dilakukan agar diperoleh hasil yang lebih menggambarkan faktor-faktor yang mempengaruhi peningkatan investasi dalam perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga, yaitu :

- Peneliti dapat menggunakan rentang waktu penelitian yang lebih dari satu tahun sehingga hasil yang diperoleh dari penelitian benar-benar menggambarkan kondisi investasi pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga.
- Peneliti dapat menguji faktor-faktor lain yang kira-kira berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dalam berinvestasi, seperti : total aset, total penjualan, dan tingkat risiko investasi.
- Peneliti dapat melakukan perbandingan signifikansi variabel independen terhadap variabel dependen pada perusahaan keluarga dan perusahaan non-keluarga.

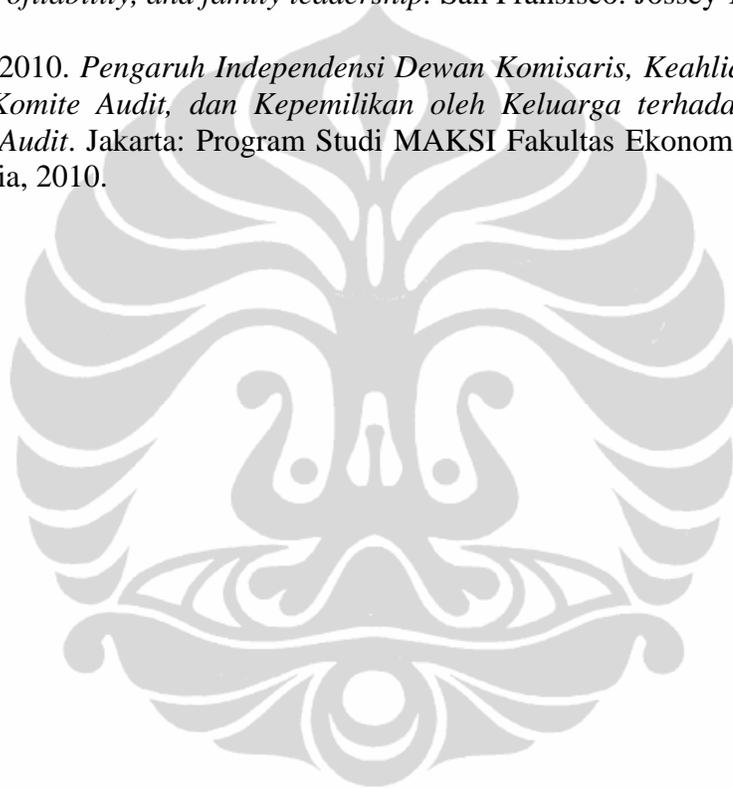
DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, Ronald C., S.A. Mansi, dan D.M. Reeb. 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68 (2003), 263–285.
- Anthony, R.N., D. Hawkins, dan K.A. Merchant. 2007. *Accounting Text & Cases* (12th edition). New York : McGraw-Hill.
- Fama, E., & Jensen, dan Michael C. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, 1-31.
- Franklin, J. dan Muthusamy. 2011. Impact of Leverage on Firm Investment Decision. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, vol.2.
- Gilchrist, S. dan C.P. Himmelberg. 1995. Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of Monetary Economics*, 36 (1995), 541-572.
- Gitman, dan Lawrence J. 2003. *Principles of Managerial Finance* (11th edition). New York : Pearson International Edition.
- Guariglia, A. 2007. Internal Financing Constraints, External Financing Constraints, and Investment Choice : Evidence from a Panel of UK Firms. *Journal of Banking & Finance* 32 (2008), 1795-1809.
- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : BPFE
- Hanazaki, M. dan Q. Liu. 2006. Corporate governance and investment in East Asian firms—empirical analysis of family-controlled firms. *Journal of Asian Economics* 18 (2007) 76–97.
- Hermawan, A.A. 2009. *Pengaruh efektifitas dewan komisaris dan komite audit, kepemilikan oleh keluarga, dan peran monitoring bank terhadap kandungan informasi laba*. Disertasi Universitas Indonesia.
- Hulster, K.D. 2009. The Leverage Ratio. *The World Bank Group, Finance and Private Sector Development Vice Presidency*, note number 11.
- Indonesian Capital Market Directory 2010*: Institute for Economic and Financial Research ECFIN. 20th edition. Jakarta: ECFIN.
- Ismiyanti, F. dan H.M.Mamduh. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen : Analisis Persamaan Simulta. *Proceeding*. Simposium Nasional Akuntansi VI. Surabaya.

- Jensen, M. 1986. The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- Kaweny, Siwi Puspa. 2007. *Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi Dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order*. Semarang: Program Studi Magister Manajemen Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Keown, Arthur J., J.D. Martin, J.W. Petty, dan D.F. Scott, JR. 2005. *Financial Management* (10th edition). New York : McGraw-Hill International Edition.
- Lang, L., E. Ofek, dan R.M. Stulz. 1996. Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40 (1996), 329.
- La Porta, Rafael, F.L. De Silanes, dan A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54, 471–517.
- Lei, Adrian C.H. dan F.M. Song. 2008. *Corporate Governance, Family Ownership, and Firm Valuations in Emerging Markets: Evidence from Hong Kong Panel Data*. School of Economics and Finance.
- Myers, Brealey, dan Allen. 2006. *Corporate Finance* (8th edition). New York : McGraw-Hill International Edition.
- Nachrowi, D. Nachrowi, dan Usman. 2006. *Ekonometrika untuk analisis ekonomi dan keuangan*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nurhayati, I. 2004. *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Pengambilan Risiko, Kebijakan Utang dan Dividen*. Tesis: Universitas Brawijaya Malang.
- Nuriningsih. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Risiko, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol.2 No.2, 103-123.
- Peter, B. dan P. Westerheide . 2011. Short-term Borrowing for Long-term Projects: Are Family Businesses More Susceptible to “Irrational” Financing Choices? *Discussi on Paper No. 11-006*.
- Putri, I.F. dan M. Nasir. 2005. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.

- Rahman, A., dan Saleh, N. 2006. *The Effect of Free Cash Flow, Agency Problem on The Value Relevance of Earnings and Book Value*. Working Paper in Accounting, Faculty of Economics and Business Universiti Kebangsaan Malaysia, Selangor.
- Ross, Stephen A. 2009. *Modern Financial Management* (8th edition). New York: McGraw-Hill.
- Rozeff, Michael S. 1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, Vol. 5 (3), 249-259.
- Schiantarelli, F.1995. Financial Constraints and Investment : Methodological Issues and International Evidence. *Oxford review of Economic Policy* 12, 70-89.
- Scott, R. W. 2000. *Financial accounting theory* (2nd edition). New Jersey: Prentice Hall.
- Shleifer, A., dan Vishny, R. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737–783.
- Siregar, Sylvia V., dan S. Utama. 2008. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting* 43 (2008) 1–27.
- Sjahrial, D. 2009. *Manajemen Keuangan* (edisi 3). Jakarta : Mitra Wacana Media.
- Sugiarto.2007. Telaah Indikasi Keagenan pada Kebijakan Leverage Perusahaan Keluarga di BEJ. *Akuntabilitas*, Maret 2007, Vol.6 (2), 165-178.
- Sugiharto, T. 2009. *Hubungan antara Kepemilikan Manajerial, Return on Equity (ROE), Net Profit Margin (NPM), dan Tobin's q dengan Good Corporate Governance pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Indonesia, Magister Management.
- Suryandi, I. 2004. Analisis Interdependensi Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Institusional dalam Teori Keagenan. *Abstrak*.
- Susanto, A. 2000. *World class family business*. Jakarta: Jakarta Consulting Group.
- Tajirian, Alex. 1997. *Dividend Policy* Chapter 17.
- Uyanto, S.S. 2009. *Pedoman Analisis Data dengan SPSS*. Jakarta: Graha Ilmu.

- Wahyudi, U. dan Hartini. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Proceeding*. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang.
- Wang, Yan-Ru. 2009. *Financial Strategy for Family Business Based on Life Cycle*. Thesis China Youth University for Political Sciences.
- Ward, J.L. 1987. *Keeping the family business healthy: How the plan for continuing growth, profitability, and family leadership*. San Fransisco: Jossey-Bass.
- Wibowo, R.A. 2010. *Pengaruh Independensi Dewan Komisaris, Keahlian Akuntansi Ketua Komite Audit, dan Kepemilikan oleh Keluarga terhadap Efektifitas Komite Audit*. Jakarta: Program Studi MAKSI Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2010.



LAMPIRAN 1

DAFTAR PERUSAHAAN YANG DIGUNAKAN DALAM PENELITIAN

NO	NAMA PERUSAHAAN	KEPEMILIKAN KELUARGA
1	PT ACE HARDWARE INDONESIA TBK	71.80%
2	PT AKASHA WIRA TBK	91.94%
3	PT AKR CORPORINDO TBK	59.97%
4	PT ALAKASA INDUSTRINDO TBK	57.08%
5	PT ALFA RETAILINDO TBK	99.89%
6	PT ALLBOND MAKMUR USAHA TBK	80%
7	PT ALUMINDO TBK	82.51%
8	PT ANCORA INDONESIA RESOURCES TBK	92.01%
9	PT ANEKA KEMASINDO UTAMA TBK	65.22%
10	PT ANTA EXPRESS TOUR & TRAVEL TBK	78.33%
11	PT APAC CITRA CENTERTEX TBK	79.72%
12	PT ASAHIMAS FLAT GLASS TBK	84.55%
13	PT ASIA NATURAL RESOURCES TBK	60.28%
14	PT ASIA PACIFIC FIBER TBK	60.42%
15	PT ASIAPLAST INDUSTRIES TBK	79.99%
16	PT ASTRA INTERNATIONAL TBK	50.15%
17	PT BARITO PACIFIC TBK	64.78%
18	PT BAYAN RESOURCES TBK	86.13%
19	PT BEKASI ASRI PEMULA TBK	76.92%
20	PT BENTOEL INTERNATIONAL INVESTAMA TBK	99.14%
21	PT BERLIAN LAJU TANKER TBK	54.60%
22	PT BERLINA TBK	74.76%
23	PT BETONJAYA MANUNGGAL TBK	89.45%
24	PT BISI INTERNATIONAL TBK	54.08%
25	PT BUDI ACID JAYA TBK	51.24%
26	PT BUMI SERPONG DAMAI TBK	58.59%
27	PT BUMI TEKNOKULTURA UNGGUL TBK	61.70%
28	PT BW PLANTATION TBK	73.58%
29	PT CAHAYA KALBAR TBK	87.02%
30	PT CENTRIN ONLINE TBK	78.24%
31	PT CENTRIS MULTI PERSADA PRATAMA TBK	62.96%
32	PT CHAROEN POKPHAND INDONESIA TBK	55.45%
33	PT CIPENDAWA TBK	94.38%
34	PT CITA MINERAL INVESTINDO TBK	96.53%
35	PT CITRA KEBUN RAYA AGRI TBK	92.71%
36	PT COLORPAK INDONESIA TBK	73.12%
37	PT DARYA-VARIA LABORATORIA TBK	92.66%
38	PT DAVOMAS ABADI TBK	79.85%

39	PT DELTA DJAKARTA TBK	58.30%
40	PT DHARMA SAMUDERA FISHING INDUSTRIES TBK	74%
41	PT DUTA GRAHA INDAH TBK	67.29%
42	PT DUTA PERTIWI NUSANTARA TBK	62.19%
43	PT DYVIACOM INTRABUMI TBK	76.21%
44	PT EATERTAINMENT INTERNATIONAL TBK	95.77%
45	PT EKADHARMA INTERNATIONAL TBK	75.45%
46	PT ERATEX DJAJA TBK	60.68%
47	PT ETERINDO WAHANATAMA TBK	58.36%
48	PT EVER SHINE TEX TBK	58.97%
49	PT FAJAR SURYA WISESA TBK	75.70%
50	PT FAST FOOD INDONESIA TBK	79.68%
51	PT FIRST MEDIA TBK	88.88%
52	PT FKS MULTI AGRO TBK	89.46%
53	PT FORTUNE MATE INDONESIA TBK	87.87%
54	PT GAJAH TUNGGAL TBK	56.25%
55	PT GARDA TUJUH BUANA TBK	56.61%
56	PT GEMA GRAHASARANA TBK	75%
57	PT GOODYEAR INDONESIA TBK	93.92%
58	PT GOZCO PLANTATIONS TBK	54.47%
59	PT GRAHAMAS CITRAWISATA TBK	54.77%
60	PT GUNAWAN DIANJAYA TBK	51.37%
61	PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA TBK	98.18%
62	PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA TBK	98.19%
63	PT HERO SUPERMARKET TBK	96.96%
64	PT HOLCIM INDONESIA TBK	77.33%
65	PT HOTEL MANDARINE REGENCY TBK	75.18%
66	PT HOTEL SAHID JAYA INTERNATIONAL TBK	97.03%
67	PT HUMPUS INTERMODA TRANSPORTASI TBK	90.15%
68	PT INDAH KIAT PULP & PAPER TBK	53.72%
69	PT INDIKA ENERGY TBK	81.04%
70	PT INDO ACIDATAMA TBK	85.32%
71	PT INDO KORDSA TBK	91.22%
72	PT INDO TAMBANGRAYA MEGAH TBK	73.73%
73	PT INDOCEMENT TBK	64.03%
74	PT INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK	50.05%
75	PT INDOMOBIL SUKSES TBK	93.10%
76	PT INDONESIA AIR TRANSPORT TBK	53.01%
77	PT INDO-RAMA SYNTHETICS TBK	51%
78	PT INDOSPRING TBK	87.46%
79	PT INOVISI INFRACOM TBK	70.79%
80	PT INTER DELTA TBK	79.73%
81	PT INTERNATIONAL NICKEL INDONESIA TBK	79.86%
82	PT INTI AGRI RESOURCES TBK	53%

83	PT INTIKERAMIK TBK	77.95%
84	PT INTRACO PENTA TBK	64.48%
85	PT ITAMARAYA GOLD TBK	94.95%
86	PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS TBK	60.56%
87	PT JAPFA COMFEED INDONESIA TBK	58.32%
88	PT JAYA KONSTRUKSI TBK	82.85%
89	PT JAYA PARI STEEL TBK	83.95%
90	PT JAYA REAL PROPERTY TBK	79.12%
91	PT JEMBO CABLE TBK	90.15%
92	PT KABELINDO MURNI TBK	84.66%
93	PT KALBE FARMA TBK	56.66%
94	PT KEDAUNG INDAH CAN TBK	79.62%
95	PT KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL TBK	74.81%
96	PT KERAMIKA INDONESIA TBK	93.48%
97	PT KOKOH TBK	70.59%
98	PT LAMICITRA NUSANTARA TBK	92.89%
99	PT LANGGENG MAKMUR INDUSTRI TBK	77.55%
100	PT LAUTAN LUAS TBK	66.67%
101	PT LEO INVESTMENTS TBK	56.28%
102	PT LION METAL WORKS TBK	57.93%
103	PT LIONMESH PRIMA TBK	57.83%
104	PT MAHAKA MEDIA TBK	76.85%
105	PT MALINDO FEEDMILL TBK	59%
106	PT MANDOM INDONESIA TBK	78.95%
107	PT MATAHARI DEPARTEMEN STORE TBK	98%
108	PT MEDCO ENERGI INTERNATIONAL TBK	50.84%
109	PT MERCK TBK	74%
110	PT METRO REALTY TBK	80.95%
111	PT METROPOLITAN KENTJANA TBK	89.98%
112	PT MILLENNIUM PHARMACON INTERNATIONAL TBK	90.92%
113	PT MITRA ADIPERKASA TBK	58.83%
114	PT MITRA RAJASA TBK	51.50%
115	PT MODERN INTERNATIONAL TBK	66.08%
116	PT MULIA TBK	67.29%
117	PT MULTI BINTANG TBK	82.00%
118	PT MULTI INDOCITRA TBK	73.74%
119	PT MUSTIKA RATU TBK	80.27%
120	PT MYOH TECHNOLOGY TBK	89.64%
121	PT NIPPON INDOSARI CORPINDO TBK	85%
122	PT NIPRESS TBK	61.51%
123	PT NUSANTARA INFRASTRUCTUR TBK	75.65%
124	PT PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA TBK	59.60%
125	PT PANCA WIRATAMA SAKTI TBK	75.91%
126	PT PANORAMA SENTRAWISATA TBK	67.73%

127	PT PELAT TIMAH NUSANTARA TBK	80.14%
128	PT PELAYARAN TEMPURAN EMAS TBK	87.92%
129	PT PERDANA BANGUN PUSAKA TBK	78.45%
130	PT PERDANA GAPURAPRIMA TBK	67.31%
131	PT PIONEERINDO GOURMET INTERNATIONAL TBK	83.88%
132	PT PP LONDON SUMATERA INDONESIA TBK	64.42%
133	PT PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK	92.66%
134	PT PRIMA ALLOY STEEL TBK	51.15%
135	PT PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK	52.50%
136	PT PUDJIADI & SONS TBK	87.14%
137	PT PUDJIADI PRESTIGE LIMITED TBK	71.44%
138	PT PYRIDAM FARMA TBK	76.93%
139	PT RADIANT UTAMA INTERINSCO TBK	79.84%
140	PT RAMAYANA LESTARI SENTOSA	59.54%
141	PT RATU PRABU ENERGY TBK	87.19%
142	PT RIG TENDERS TBK	90.41%
143	PT RISTIA BINTANG MAHKOTASEJATI TBK	65.65%
144	PT RODA VIVATEX TBK	75.13%
145	PT ROYAL OAK DEVELOPMENT ASIA TBK	68.01%
146	PT RUKUN RAHARJA TBK	57.70%
147	PT SAMUDERA INDONESIA TBK	67.94%
148	PT SARANA MENARA NUSANTARA TBK	89%
149	PT SAT NUSAPERSADA TBK	92.07%
150	PT SEKAR LAUT TBK	83.55%
151	PT SEKAWAN INTI PRATAMA TBK	72.83%
152	PT SELAMAT SEMPURNA TBK	58.13%
153	PT SENTUL CITY TBK	60.15%
154	PT SEPATU BATA TBK	76.70%
155	PT SIANTAR TOP TBK	64.16%
156	PT SIWANI MAKMUR TBK	56.50%
157	PT SMART TBK	95.21%
158	PT SONA TOPAS TOURISM INDUSTRY TBK	74.95%
159	PT SORINI AGRO ASIA CORPORINDO TBK	69.93%
160	PT STEADY SAFE TBK	61.40%
161	PT SUMALINDO LESTARI JAYA TBK	54.48%
162	PT SUMBER ALFARIA TRIJAYA TBK	76.75%
163	PT SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK	77.19%
164	PT SUPARMA TBK	78.25%
165	PT SUPREME CABLE MANUFACTURING & COMMERCE TBK	67.26%
166	PT SURABAYA AGUNG INDUSTRY PULP & KERTAS TBK	88.79%
167	PT SURYA TOTO TBK	94.80%
168	PT TAISHO PHARMACEUTICAL INDONESIA TBK	99%
169	PT TEMBAGA MULIA SEMANAN TBK	52.41%
170	PT TEMPO SCAN PACIFIK TBK	95.04%

(Lanjutan)

171	PT TIFICO FIBER INDONESIA TBK	82.10%
172	PT TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK	72.88%
173	PT TIGARAKSA SATRIA TBK	93.43%
174	PT TIRA AUSTENITE TBK	96.43%
175	PT TIRTA MAHAKAM TBK	79.10%
176	PT TITAN KIMIA NUSANTARA TBK	90.40%
177	PT TOKO GUNUNG AGUNG TBK	75.15%
178	PT TOTAL BANGUN TBK	59.06%
179	PT TRIKOMSEL OKE TBK	64.89%
180	PT TRIWIRA INSANLESTARI TBK	81.61%
181	PT TRUBA ALAM TBK	52.91%
182	PT TUNAS BARU LAMPUNG TBK	54.34%
183	PT TUNAS RIDEAN TBK	87.68%
184	PT ULTRAJAYA MILK INDUSTRY & TRADING COMPANY TBK	52.05%
185	PT UNGGUL INDAH CAHAYA TBK	65.05%
186	PT UNILEVER INDONESIA TBK	85%
187	PT WICAKSANA OVERSEAS TBK	87.59%
188	PT XL AXIATA TBK	80%
189	PT YANAPRIMA HASTAPERSADA TBK	89.82%
190	PT ZEBRA NUSANTARA TBK	74.31%

LAMPIRAN 2
DATA YANG DIGUNAKAN DALAM PENELITIAN

NO	NAMA PERUSAHAAN	INV	PROFIT	DPR	CFFO	LEV
1	PT ACE HARDWARE INDONESIA TBK	0.6391962	2.719685894	0.080496	2.694968	0
2	PT AKASHA WIRA TBK	0.0421684	-0.224219938	0	-0.33835	0.455374
3	PT AKR CORPORINDO TBK	0.3807955	0.158604409	0.011377	0.334926	0.435552
4	PT ALAKASA INDUSTRIINDO TBK	0.062579	1.596272391	0	-4.20078	0.065548
5	PT ALFA RETAILINDO TBK	0.1345617	0.053802436	0	-0.15216	0.086822
6	PT ALLBOND MAKMUR USAHA TBK	0	-0.454961204	0	-0.04022	0
7	PT ALUMINDO TBK	0.160408	0.01567197	0	0.880238	0.519192
8	PT ANCORA INDONESIA RESOURCES TBK	3.7158324	3.164353137	0.25892	4.300047	0.005064
9	PT ANEKA KEMASINDO UTAMA TBK	0	-0.252657883	0	0.031696	0.257776
10	PT ANTA EXPRESS TOUR & TRAVEL TBK	0.2218091	0.473355639	0	1.128815	0.000794
11	PT APAC CITRA CENTERTEX TBK	0.0066328	-0.097569746	0	0.011525	0.640758
12	PT ASAHIMAS FLAT GLASS TBK	0.379212	0.267071892	0.711621	0.485456	0
13	PT ASIA NATURAL RESOURCES TBK	0.5931944	0.64490986	0	0.74997	0.148641
14	PT ASIA PACIFIC FIBER TBK	0	-0.688444618	0	-0.01036	2.5836
15	PT ASIAPLAST INDUSTRIES TBK	0.0299092	-0.024637134	0	0.212264	0.470606
16	PT ASTRA INTERNATIONAL TBK	0.2561052	0.650580185	0.426394	0.828886	0.294398
17	PT BARITO PACIFIC TBK	0.0120197	-0.334893028	0	-0.07965	0.337342
18	PT BAYAN RESOURCES TBK	0.1947144	0.018976149	0	-0.19158	0.396114
19	PT BEKASI ASRI PEMULA TBK	0.0322091	0.723741865	0	4.300047	0
20	PT BENTOEL INTERNATIONAL INVESTAMA TBK	0.2243822	0.388240031	0	-0.31446	0.388015
21	PT BERLIAN LAJU TANKER TBK	0.0918339	0.09853834	-0.00736	0.191129	0.653527
22	PT BERLINA TBK	0.1351518	0.106286691	0.59259	0.088977	0.329504

(lanjutan)

23	PT BETONJAYA MANUNGGAL TBK	0.0363395	1.936282249	0	1.963428	0
24	PT BISI INTERNATIONAL TBK	0.0813504	2.501277632	0	-0.75248	0.199189
25	PT BUDI ACID JAYA TBK	0.104405	0.041400962	0.151528	0.100414	0.447534
26	PT BUMI SERPONG DAMAI TBK	0.0179848	1	0.141681	1	0.192312
27	PT BUMI TEKNOKULTURA UNGGUL TBK	0.0001306	-0.132080275	0	0.022571	0
28	PT BW PLANTATION TBK	0.0739005	0.283854444	0	0.433961	0.487953
29	PT CAHAYA KALBAR TBK	0.0784674	0.187522039	0	-0.27998	0.488434
30	PT CENTRIN ONLINE TBK	0.0990016	-0.952591745	0	-0.01	0.005897
31	PT CENTRIS MULTI PERSADA PRATAMA TBK	0.0062807	-0.128555888	0	0.055691	0.292683
32	PT CHAROEN POKPHAND INDONESIA TBK	0.0923917	0.18111886	0	0.174658	0.524694
33	PT CIPENDAWA TBK	0.0028851	-0.165444215	0	-0.12149	0.002917
34	PT CITA MINERAL INVESTINDO TBK	0.5308795	0.560915807	0	0.238196	0.161957
35	PT CITRA KEBUN RAYA AGRI TBK	0.0002457	3.164353137	0	-4.20078	0.003499
36	PT COLORPAK INDONESIA TBK	0.4690539	0.91001523	0.194253	-3.27967	0.494453
37	PT DARYA-VARIA LABORATORIA TBK	0.1397998	0.588133834	0.348682	0.964886	0
38	PT DAVOMAS ABADI TBK	0.0210076	-0.209958485	0	0.003107	0.7099
39	PT DELTA DJAKARTA TBK	0.1385963	0.628645305	0.443473	1.215542	0
40	PT DHARMA SAMUDERA FISHING INDUSTRIES TBK	0.0275424	-0.877864078	0	0.09967	0.309802
41	PT DUTA GRAHA INDAH TBK	0.2746469	1.181481012	0.182007	-3.32827	0.148996
42	PT DUTA PERTIWI NUSANTARA TBK	0.0334731	-0.539141124	4.34E-05	-1.36564	0.019009
43	PT DYVIACOM INTRABUMI TBK	0.249287	0.011015871	0	0.684651	0
44	PT EATERTAINMENT INTERNATIONAL TBK	0	0.162339859	0	0.583328	0
45	PT EKADHARMA INTERNATIONAL TBK	0.2835684	0.36580107	0.10199	-4.20078	0.318405
46	PT ERATEX DJAJA TBK	0.0237748	-1.134570837	0	-0.13433	1.274206
47	PT ETERINDO WAHANATAMA TBK	0.5200464	3.164353137	0	4.300047	0.161226

48	PT EVER SHINE TEX TBK	0.1197654	-0.124577065	0	0.246169	0.342779
49	PT FAJAR SURYA WISESA TBK	0.0476936	0.013390195	0	0.405856	0.493173
50	PT FAST FOOD INDONESIA TBK	0.3453558	0.520005323	0.138567	0.936427	0.008181
51	PT FIRST MEDIA TBK	0.1178305	-0.126397223	0	-0.01759	0.684353
52	PT FKS MULTI AGRO TBK	0.0835645	0.590464288	0.073663	0.77045	0
53	PT FORTUNE MATE INDONESIA TBK	0.0003529	-0.427763954	0	-0.08266	0.053487
54	PT GAJAH TUNGGAL TBK	0.0817701	-0.191081918	0	0.178452	0.542441
55	PT GARDA TUJUH BUANA TBK	3.8668235	1	0	1	0.073302
56	PT GEMA GRAHASARANA TBK	0.0147625	-0.062557719	0	0.420446	0.342947
57	PT GOODYEAR INDONESIA TBK	0.6515575	0.003663936	0.020316	-0.20969	0.329522
58	PT GOZCO PLANTATIONS TBK	0.1304378	0.061032911	0.092108	0.10372	0.279971
59	PT GRAHAMAS CITRAWISATA TBK	0	-0.072986053	0	0.186141	0.030993
60	PT GUNAWAN DIANJAYA TBK	0.0022607	0.263446324	0	0.678277	1
61	PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA TBK	0.2102693	0.427370391	0.603692	0.633824	0.100943
62	PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA TBK	0.1276711	1.007605256	0.482468	1.227434	0.13487
63	PT HERO SUPERMARKET TBK	0.891193308	0.172379679	0	0.592488414	0
64	PT HOLCIM INDONESIA TBK	0.020984181	0.049758419	0	0.206916353	0.507456101
65	PT HOTEL MANDARINE REGENCY TBK	0.010881877	-0.088910591	0	0.049270866	0.39639105
66	PT HOTEL SAHID JAYA INTERNATIONAL TBK	0.146620009	0.030115871	0	0.030728158	0.1731127
67	PT HUMPUSS INTERMODA TRANSPORTASI TBK	0.016336639	-0.053117984	0	0.295468702	0.362663381
68	PT INDAH KIAT PULP & PAPER TBK	0.028287104	0.051236644	0	0.107500773	0.518170302
69	PT INDIKA ENERGY TBK	0.515826343	3.164353137	0.602753077	4.300046839	0.310434968
70	PT INDO ACIDATAMA TBK	0.041805165	0.041622816	0	0.147311682	0.447856591
71	PT INDO KORDSA TBK	0.120124593	0.148086981	0.777780259	0.311264168	0.121190258

72	PT INDO TAMANGRAYA MEGAH TBK	0.200267819	0.822563814	0.451126654	0.825844616	0.011608531
73	PT INDOCEMENT TBK	0.028793878	0.230352908	0.200959058	0.213685291	0.088846434
74	PT INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK	0.20106847	0.08028289	0.198799438	0.208378071	0.471975752
75	PT INDOMOBIL SUKSES TBK	0.164957712	0.039230405	0	-0.30097127	0.651303347
76	PT INDONESIA AIR TRANSPORT TBK	0.023397961	-0.184500751	0	0.143411039	0.524114753
77	PT INDO-RAMA SYNTHETICS TBK	0.018959746	0.022459657	0	0.15879215	0.27221291
78	PT INDOSPRING TBK	0.029966503	0.147295127	0.030945223	-0.555432914	0.547308969
79	PT INOVISI INFRACOM TBK	4.709138646	1	0	1	0
80	PT INTER DELTA TBK	0.124390394	-0.810715455	0	2.405597705	0.006447833
81	PT INTERNATIONAL NICKEL INDONESIA TBK	0.094936953	0.300095356	0.627355252	0.241343427	0.004192482
82	PT INTI AGRI RESOURCES TBK	0.007676236	0.043125409	0	0.079332377	0
83	PT INTIKERAMIK TBK	0.000104886	0.008596213	0	0.005532911	0.403310317
84	PT INTRACO PENTA TBK	0.160706406	0.399721254	0.103007499	-0.172351916	0.42982097
85	PT ITAMARAYA GOLD TBK	0.00141966	-0.195531384	0	-0.291895076	0
86	PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS TBK	0.006890557	-0.632273064	0	0.548303921	2.368481265
87	PT JAPFA COMFEED INDONESIA TBK	0.196814522	0.180454704	0	0.043609009	0.544007007
88	PT JAYA KONSTRUKSI TBK	0.451750174	0.899344413	1.141984152	0.777452725	0.072694758
89	PT JAYA PARI STEEL TBK	0.046245054	2.553108185	0	4.300046839	0
90	PT JAYA REAL PROPERTY TBK	0.073302042	0.136435707	0.238823015	0.032418649	0.057231753
91	PT JEMBO CABLE TBK	0.070694243	0.00083598	0	1.110795582	0.170355458
92	PT KABELINDO MURNI TBK	0.031761944	0.017165815	0	-0.159671673	0.130892796
93	PT KALBE FARMA TBK	0.205367295	0.586989307	0.126193213	0.67170979	0.071507775
94	PT KEDAUNG INDAH CAN TBK	0.34288739	0.466017806	0	-0.125852594	0.050076614
95	PT KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL TBK	0.046425301	0.031323294	0	-0.100304684	0.242866498
96	PT KERAMIKA INDONESIA TBK	0.009794115	1	0	1	0.651422628

97	PT KOKOH TBK	0.375343665	0.737043302	0	-1.987435231	0.077925994
98	PT LAMICITRA NUSANTARA TBK	0.094820374	0.091792787	0	0.802419009	0.073602705
99	PT LANGGENG MAKMUR INDUSTRI TBK	0.037226435	0.014936693	0	-0.055689967	0.152628788
100	PT LAUTAN LUAS TBK	0.17905524	0.227635043	0.51742799	-0.696462156	0.562498302
101	PT LEO INVESTMENTS TBK	1.879900641	-1.695216656	0	0.134708761	0.147308329
102	PT LION METAL WORKS TBK	0.224964225	2.204331034	0.205568362	1.662527589	0
103	PT LIONMESH PRIMA TBK	1.324052044	0.9212871	0.241713938	0.030149943	0.193290384
104	PT MAHAKA MEDIA TBK	0.120140565	0.046627682	0	0.026536158	0.063218318
105	PT MALINDO FEEDMILL TBK	0.171159534	0.021577785	0.017849125	0.067927251	0.538251778
106	PT MANDOM INDONESIA TBK	0.182261936	0.366979688	0.483781658	0.323863872	0
107	PT MATAHARI DEPARTEMEN STORE TBK	4.709138646	-3.10973795	0	4.300046839	0.21514563
108	PT MEDCO ENERGI INTERNATIONAL TBK	0.224910017	0.244167737	1.141984152	0.286956884	0.365660243
109	PT MERCK TBK	0.259328652	2.104558498	0.813842993	2.213679416	0
110	PT METRO REALTY TBK	0.025419696	-0.053091999	0	0.000965407	0
111	PT METROPOLITAN KENTJANA TBK	0.061660705	1	0.972828478	1	0.162298041
112	PT MILLENNIUM PHARMACON INTERNATIONAL TBK	0.091910439	1.08087267	0	-2.678114488	0.229709419
113	PT MITRA ADIPERKASA TBK	0.207039801	-0.066652839	0	0.161937704	0.372442343
114	PT MITRA RAJASA TBK	0.043695106	-0.635569198	0	0.337200615	0.714202711
115	PT MODERN INTERNATIONAL TBK	0.110824701	0.009793802	0	0.308397745	0.315606064
116	PT MULIA TBK	0.035250211	-0.356259138	0	0.129777086	1.420782015
117	PT MULTI BINTANG TBK	0.317906501	0.612735005	1.007583902	1.144433328	0
118	PT MULTI INDOCITRA TBK	0.233712956	0.894316464	0.393260202	1.342268566	0.01404499
119	PT MUSTIKA RATU TBK	0.175539082	0.41870791	0.265147289	0.571627988	0.011792078
120	PT MYOH TECHNOLOGY TBK	0.182345503	-3.10973795	0	-0.507201049	0
121	PT NIPPON INDOSARI CORPINDO TBK	0.098645651	0.343418897	0.350171579	0.678983595	0.291796949

122	PT NIPRESS TBK	0.05706834	0.01378937	0	0.119207954	0.536286485
123	PT NUSANTARA INFRASTRUCTUR TBK	0.107956247	0.01041473	0	-0.076259439	0.579967279
124	PT PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA TBK	0.013584244	0.044902414	0.078599594	0.104529483	0.614573088
125	PT PANCA WIRATAMA SAKTI TBK	0.014393102	-2.905319055	0	0.003821664	0.792563725
126	PT PANORAMA SENTRAWISATA TBK	0.126319868	0.031489065	0.08782636	0.13617521	0.246150283
127	PT PELAT TIMAH NUSANTARA TBK	0.131096429	2.786220918	0.761964988	2.93372579	0.287103682
128	PT PELAYARAN TEMPURAN EMAS TBK	0.412017061	0.192097312	0	0.365987644	0.537169902
129	PT PERDANA BANGUN PUSAKA TBK	0.033653088	-0.111958635	0	0.1373313	0.527761692
130	PT PERDANA GAPURAPRIMA TBK	0.036815678	0.245667862	0	0.183138153	0.14731945
131	PT PIONEERINDO GOURMET INTERNATIONAL TBK	0.343671747	0.11728736	0	0.784847477	0.482507198
132	PT PP LONDON SUMATERA INDONESIA TBK	0.166930417	0.334843983	0.3939295	0.405745113	0.190498058
133	PT PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK	0.06787678	0.07856199	0	0.688805713	0.396071398
134	PT PRIMA ALLOY STEEL TBK	0.034812708	-0.111782019	0	0.193228767	0.573909999
135	PT PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK	0.055645487	-0.866748351	0	-0.117701296	1.490545665
136	PT PUDJIADI & SONS TBK	0.24466517	0.151585339	0.201571126	0.363247703	0.33068134
137	PT PUDJIADI PRESTIGE LIMITED TBK	0.017759863	0.044021644	0	0.199553814	0.065732861
138	PT PYRIDAM FARMA TBK	0.037738879	0.038656475	0	0.012331587	0.170659792
139	PT RADIANT UTAMA INTERINSCO TBK	0.110814727	0.71449586	0.496347228	0.212901852	0.444750551
140	PT RAMAYANA LESTARI SENTOSA	0.353777833	0.627842661	0.654146366	0.874987217	0
141	PT RATU PRABU ENERGY TBK	0.01380338	1.549376177	0	4.300046839	0.338872985
142	PT RIG TENDERS TBK	0.093314472	0.035909978	0.348490849	0.173280824	0.329988709
143	PT RISTIA BINTANG MAHKOTASEJATI TBK	0.001294302	0.0123233	0	-0.031018891	0.007282672
144	PT RODA VIVATEX TBK	0.100496233	0.111218277	0	0.251734804	0.071176212

145	PT ROYAL OAK DEVELOPMENT ASIA TBK	0.019481223	-0.348233528	0.959493671	-2.071207394	0.065971253
146	PT RUKUN RAHARJA TBK	0.00062199	0.002453581	0	0.194803668	0
147	PT SAMUDERA INDONESIA TBK	0.136158215	0.100478431	1.141984152	0.385541444	0.395489108
148	PT SARANA MENARA NUSANTARA TBK	0.3256114	1	0	1	0.757465179
149	PT SAT NUSAPERSADA TBK	0.066595604	-0.01342515	0	0.150100341	0.055469451
150	PT SEKAR LAUT TBK	0.121340707	0.0471879	0	0.140994189	0.19877675
151	PT SEKAWAN INTI PRATAMA TBK	0.013271188	0.076387089	0	-0.443146163	0.318868842
152	PT SELAMAT SEMPURNA TBK	0.170737329	0.287036717	1.141984152	0.410117454	0.204170651
153	PT SENTUL CITY TBK	0.000837809	-0.023502545	0	-0.27680509	0.035869469
154	PT SEPATU BATA TBK	0.157554163	2.37785778	0.41218012	-0.553451137	0
155	PT SIANTAR TOP TBK	0.051153561	0.015939373	0	-0.032363642	0.181940859
156	PT SIWANI MAKMUR TBK	0.000416973	-0.192875969	0	-0.134099154	0.390392441
157	PT SMART TBK	0.210305151	0.319606853	0.690449502	0.666665241	0.218200303
158	PT SONA TOPAS TOURISM INDUSTRY TBK	0.071173877	0.080399266	0	0.43558142	0.258419265
159	PT SORINI AGRO ASIA CORPORINDO TBK	0.799023323	0.548358492	0.271429391	0.168758801	0.343082359
160	PT STEADY SAFE TBK	0.001732811	0.047268458	0	0.045723002	0.997127028
161	PT SUMALINDO LESTARI JAYA TBK	0.022866747	-0.245656884	0	-0.000304808	0.6341345
162	PT SUMBER ALFARIA TRIJAYA TBK	0.450725228	1	0.176721756	1	0.196218548
163	PT SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK	0.009881575	-0.206123884	0	-0.051045267	0.465916462
164	PT SUPARMA TBK	0.030567417	-0.013548911	0	0.02148481	0.52313081
165	PT SUPREME CABLE MANUFACTURING & COMMERCE TBK	0.132727235	0.066933949	0.328531976	-0.442948936	0.418263569
166	PT SURABAYA AGUNG INDUSTRY PULP & KERTAS TBK	0.000371223	-0.180128861	0	0.005034623	1.215190887
167	PT SURYA TOTO TBK	0.057897638	0.145497391	0.094649958	0.425086788	0.360917181
168	PT TAISHO PHARMACEUTICAL INDONESIA TBK	0.079018717	1.370932153	0.663409498	1.699736437	0

(lanjutan)

169	PT TEMBAGA MULIA SEMANAN TBK	0.206312617	-0.281587591	0	0.584972628	0.63075174
170	PT TEMPO SCAN PACIFIK TBK	0.187243915	0.510525017	0.50090009	0.471306771	0.011927721
171	PT TIFICO FIBER INDONESIA TBK	0.028521633	-0.420436304	0	-0.120141644	1.118505799
172	PT TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK	0.023248101	0.104083528	0	0.121891586	0.551806508
173	PT TIGARAKSA SATRIA TBK	0.254827977	1.217769077	0.740845298	-0.955313346	0.303991475
174	PT TIRA AUSTENITE TBK	0.075262805	0.017805977	0	0.378472985	0.421272466
175	PT TIRTA MAHAKAM TBK	0.045069065	-0.364882289	0	-0.211410943	0.603216647
176	PT TITAN KIMIA NUSANTARA TBK	0.015748799	-3.10973795	0	0.496809932	0.210480123
177	PT TOKO GUNUNG AGUNG TBK	0.142974171	0.034412626	0	0.458875692	0.186233212
178	PT TOTAL BANGUN TBK	0.065460548	0.437757202	0.312546741	1.275687504	0
179	PT TRIKOMSEL OKE TBK	0.60258937	3.164353137	0.26468289	-4.200781075	0.576596716
180	PT TRIWIRA INSANLESTARI TBK	0.23364596	0.524409335	0	-4.200781075	0.133741055
181	PT TRUBA ALAM TBK	0.196169685	0.569448538	0	1.096773432	0.53351853
182	PT TUNAS BARU LAMPUNG TBK	0.147410225	0.045482453	0.237283263	0.336513153	0.370571057
183	PT TUNAS RIDEAN TBK	0.355169885	0.387739055	1.078653423	1.09359535	0.63799743
184	PT ULTRAJAYA MILK INDUSTRY & TRADING COMPANY TBK	0.130066915	0.396590786	0	0.170851141	0.186715561
185	PT UNGGUL INDAH CAHAYA TBK	0.002136336	0.027515935	0.34855719	-0.243639055	0.391284982
186	PT UNILEVER INDONESIA TBK	0.219983007	1.094290416	0.800243881	1.266375278	0
187	PT WICAKSANA OVERSEAS TBK	0.018746074	-0.260748628	0	-0.001756559	0.364714723
188	PT XL AXIATA TBK	0.227903111	-0.000955647	0	0.224568368	0.647522061
189	PT YANAPRIMA HASTAPERSADA TBK	0.139556765	0.29057268	0.720577631	0.011614915	0.218976181
190	PT ZEBRA NUSANTARA TBK	0.007129085	-0.088582921	0	0.062111736	0.347517083