



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN,
FAKTOR EKSTERNAL, FAKTOR INTERNAL,
DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

TESIS

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

RENYA RIANDINI

0906621363

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
DESEMBER 2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Renya Riandini

NPM : 0906621363

Tanda Tangan :

Tanggal :



HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

Nama : Renya Riandini
NPM : 0906621363
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Eksternal,
Faktor Internal, dan *Leverage* terhadap Nilai
Perusahaan.

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Eko Rizkianto, ME

Penguji : Dr. Gede H. Wasistha

Penguji : Imo Gandakusuma, MBA



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 28 Desember 2010

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Ekonomi Jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

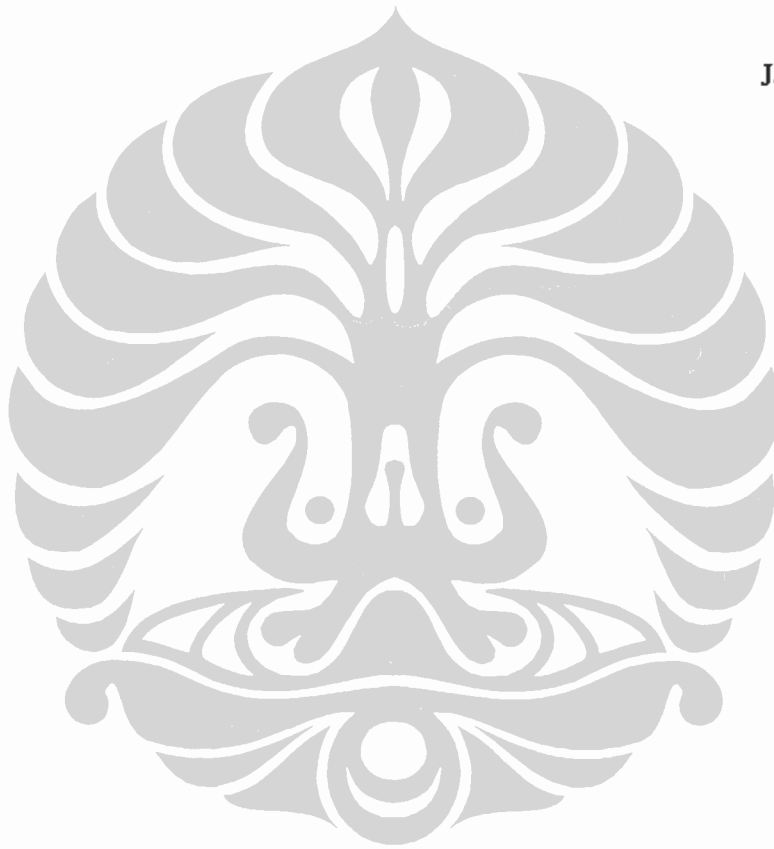
1. Bapak Eko Rizkianto, ME selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan penulis dalam penyusunan karya akhir ini.
2. Bapak Prof. Rhenald Khasali, Phd selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
3. Bapak Dr. Gede H. Wasistha dan Bapak Imo Gandakusuma, MBA sebagai tim penguji yang telah memberikan saran dan koreksi agar penelitian ini semakin baik.
4. Staf dosen dan pengajar Magister Manajemen Universitas Indonesia atas bekal ilmu yang inspiratif bagi penulis selama perkuliahan.
5. Seluruh karyawan Magister Manajemen Universitas Indonesia dan khususnya Bapak-bapak Staf Perpustakaan yang dengan sabar membantu penulis dalam penyusunan karya akhir ini.
6. Keluarga tersayang, Ibu Safriani Hanim dan Bapak Udji Atmono (Alm.), Mba Nanda, Mas Iman, Mas Boy, Mba Lucia, Albani, dan Nasywa atas doa, dukungan, dan motivasi yang tiada henti untuk penulis.
7. Anton Umar Sudarmo atas kesabaran dan perhatiannya dalam menemani penulis selama proses penulisan.

8. Teman-teman seperjuangan B 091 MM UI dan teman-teman bimbingan Bapak Eko Rizkianto atas dukungan, saran, motivasi, *sharing*, dan hiburan kepada penulis selama masa perkuliahan dan penyusunan karya akhir ini.

Akhir kata, penulis berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini dapat memberikan sedikit kontribusi bagi perkembangan ilmu pengetahuan.

Jakarta, Desember 2010

Renya Riandini



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN
PUBLIKASI KARYA ILMIAH**

Sebagai civitas akademik Universitas Indonesia, penulis yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Renya Riandini
NPM : 0906621363
Program Studi : Magister 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 penulis yang berjudul:

**Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Eksternal, Faktor Internal, dan
Leverage Terhadap Nilai Perusahaan**

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 penulis selama tetap mencantumkan nama penulis sebagai penulis/pencipta sebagai pemilik Hak Cipta. Demikian pernyataan ini penulis buat dengan sebenar-benarnya.

Dibuat di: Jakarta

Pada tanggal: Desember 2010

Yang menyatakan



(Renya Riandini)

ABSTRAK

Nama : Renya Riandini
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : **Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Eksternal,
Faktor Internal, dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh struktur kepemilikan, faktor eksternal, faktor internal, dan *leverage* terhadap nilai perusahaan. Variabel independen dalam penelitian ini antara lain adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, tingkat bunga, keadaan pasar modal, pertumbuhan pasar, profitabilitas, pembagian dividen, ukuran perusahaan, dan pangsa pasar relatif. Sedangkan variabel dependen dari penelitian ini adalah *leverage* dan nilai perusahaan. Penelitian ini menemukan adanya pengaruh negatif dari struktur kepemilikan terhadap *leverage* dan nilai perusahaan. Faktor eksternal memiliki pengaruh negatif terhadap *leverage* namun berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Faktor internal memiliki pengaruh positif terhadap *leverage* dan nilai perusahaan.

Kata Kunci : kepemilikan, *leverage*, nilai perusahaan.

ABSTRACT

Name : Renya Riandini
Study Program : Master of Management
Title : **The Influence of Ownership Structure, External Factor,
Internal Factor, and Leverage to Value of the firm**

This research's purpose knows the influence of ownership structure, external factor, internal factor and leverage to firm value. Independent variables in this research are managerial ownership, institutional ownership, interest rate, stock market, market growth, profitability, dividend payout, firm size, and market share. Dependent variables in this research are leverage and firm value. The result of this research shows negative effect of ownership structure to leverage and firm value. External factor has a negative effect to leverage but it shows positive effect to firm value. Internal factor has positive effect to leverage and firm value.

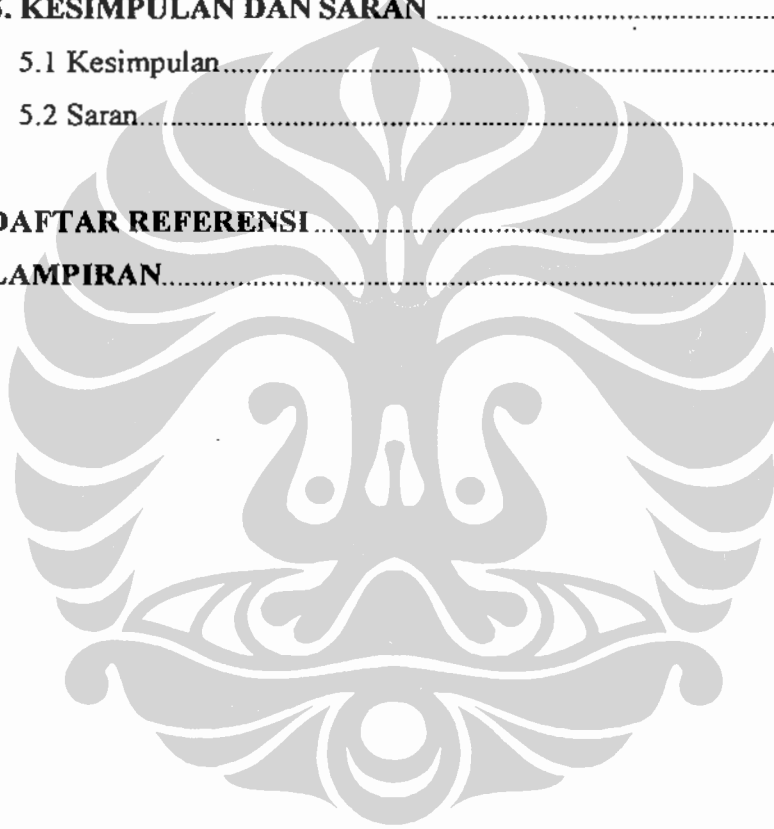
Keyword : ownership, leverage, firm value.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
UCAPAN TERIMA KASIH	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	vi
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	vii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Pokok Permasalahan	5
1.3 Pembatasan Masalah	5
1.4 Tujuan Penelitian	5
1.5 Manfaat Penelitian	6
1.6 Sistematika Penulisan	6
2. TINJAUAN PUSTAKA.....	8
2.1 <i>Agency Theory</i>	8
2.1.1 <i>Agency Conflict</i>	8
2.1.2 <i>Agency Cost</i>	9
2.2 <i>Pecking Order Theory</i>	10
2.3 <i>Trade-off Model</i>	11
2.4 <i>Signalling Theory</i>	12

2.5	<i>Equity Market Timing</i>	12
2.6	<i>Efficiency Market Hypothesis</i>	13
	2.6.1 Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (<i>weak form</i>)	13
	2.6.2 Hipotesis pasar efisien bentuk semi-kuat (<i>semi-strong form</i>)	15
	2.6.3 Hipotesis pasar efisien bentuk kuat (<i>strong form</i>)	15
2.7	Nilai Perusahaan	16
2.8	Struktur Modal	17
	2.8.1 Pengertian Struktur Modal	18
	2.8.2 Faktor yang mempengaruhi Struktur Modal	19
	2.8.3 Hutang (<i>Leverage</i>)	22
	2.8.4 Modal	23
2.9	Struktur Kepemilikan Saham	24
	2.9.1 Kepemilikan Manajerial	24
	2.9.2 Kepemilikan Institusional	25
2.10	Faktor Eksternal	26
	2.10.1 Tingkat Bunga	26
	2.10.2 Keadaan Pasar Modal	27
	2.10.3 Pertumbuhan Pasar	28
2.11	Faktor Internal	29
	2.11.1 Profitabilitas	29
	2.11.2 Pembayaran Dividen	30
	2.11.2.1 Pengertian Kebijakan Dividen	30
	2.11.2.2 Jenis Dividen	31
	2.11.2.3 Jenis Kebijakan Dividen	33
	2.11.3 Ukuran Perusahaan	34
	2.11.4 Pangsa Pasar Relatif	35
2.12	Indeks LQ45	35
2.13	Penelitian Sebelumnya	37

4.2.2.2 Uji Keseluruhan <i>Structural Model</i> Seluruh Objek Penelitian	83
4.2.2.3 Uji Koefisien Gamma dan Beta Kelompok LQ45	85
4.2.2.4 Uji Keseluruhan <i>Structural Model</i> Kelompok LQ45	94
4.2.2.5 Uji Koefisien Gamma dan Beta Kelompok NON LQ45	95
4.2.2.6 Uji Keseluruhan <i>Structural Model</i> Kelompok NON LQ45 .	105
4.3 Ringkasan Hasil Pengujian dan Pembahasan	106
5. KESIMPULAN DAN SARAN	108
5.1 Kesimpulan	108
5.2 Saran	109
DAFTAR REFERENSI	111
LAMPIRAN	113

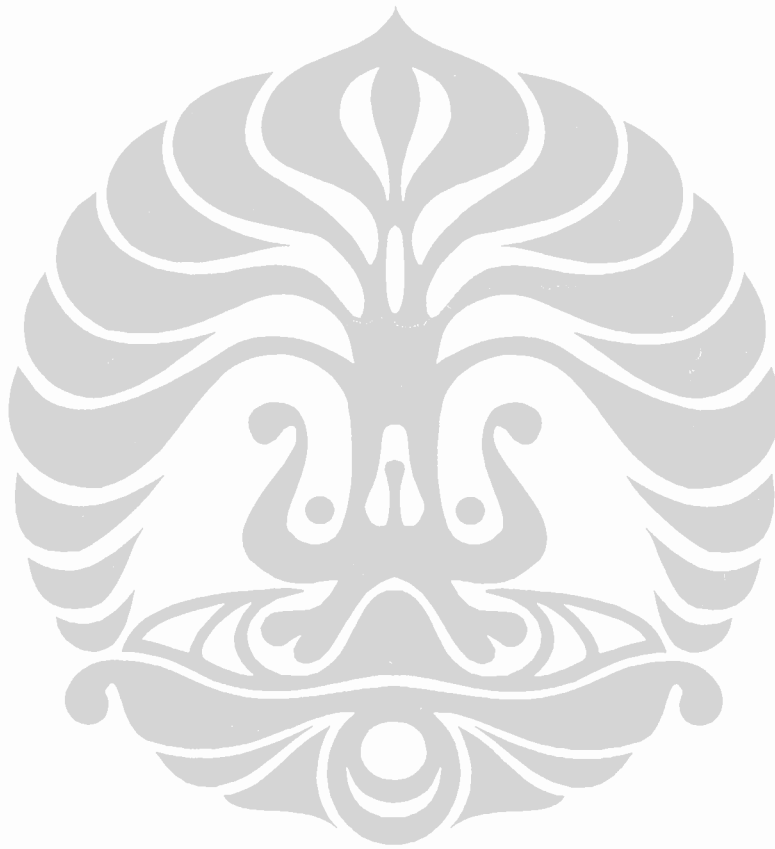


DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Standar Penilaian Model Fit	55
Tabel 4.1 Deskripsi Analisis Data Seluruh Objek Penelitian	59
Tabel 4.2 Deskripsi Analisis Data Kelompok LQ45.....	62
Tabel 4.3 Deskripsi Analisis Data Kelompok NON LQ45	65
Tabel 4.4 Pengujian Kesesuaian Model Seluruh Objek Penelitian	68
Tabel 4.5 Pengujian Kesesuaian Model Kelompok LQ45	70
Tabel 4.6 Pengujian Kesesuaian Model Kelompok NON LQ45.....	72
Tabel 4.7 Koefisien Jalur Seluruh Objek Penelitian	73
Tabel 4.8 Ringkasan Uji Hipotesa Seluruh Objek Penelitian	82
Tabel 4.9 <i>Squared Multiple Correlations</i> (R^2) Seluruh Objek Penelitian	83
Tabel 4.10 Koefisien Jalur Kelompok LQ45	85
Tabel 4.11 Ringkasan Uji Hipotesa Kelompok LQ45	93
Tabel 4.12 <i>Squared Multiple Correlations</i> (R^2) Kelompok LQ45.....	94
Tabel 4.13 Koefisien Jalur Kelompok NON LQ45.....	96
Tabel 4.14 Ringkasan Uji Hipotesa Kelompok NON LQ45	104
Tabel 4.15 <i>Squared Multiple Correlations</i> (R^2) Kelompok NON LQ45.....	105
Tabel 4.16 Ringkasan dan perbandingan hipotesis penelitian dengan hasil penelitian serta pengaruh variabel eksogen terhadap <i>Leverage</i>	106
Tabel 4.17 Ringkasan dan perbandingan hipotesis penelitian dengan hasil penelitian serta pengaruh variabel eksogen terhadap Nilai Perusahaan	107

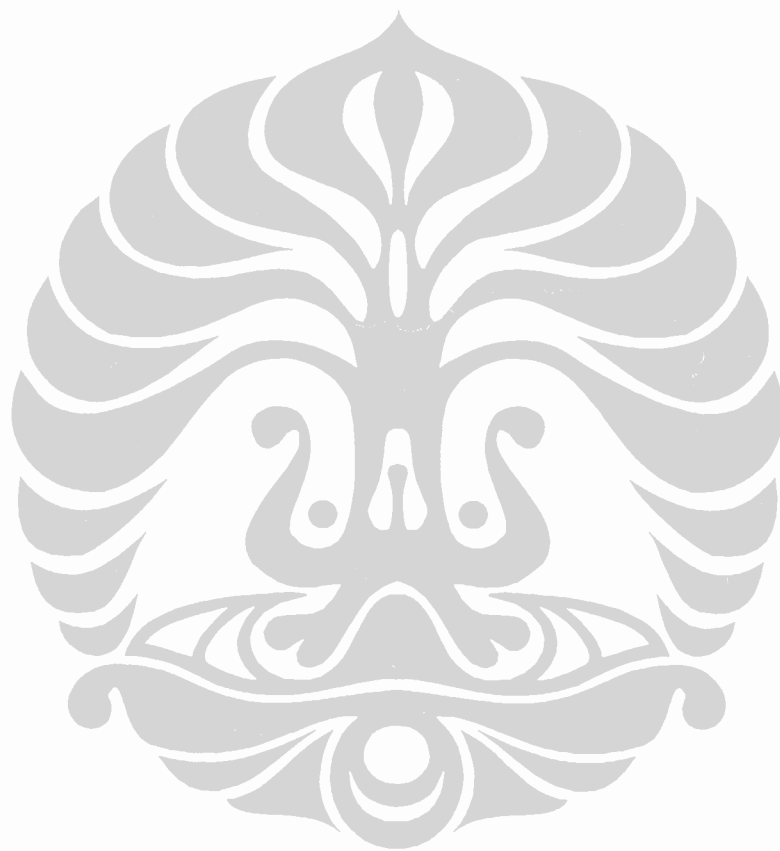
DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Alur Pikir Penelitian	44
Gambar 4.1 Diagram Jalur Seluruh Objek penelitian	68
Gambar 4.2 Diagram Jalur Kelompok LQ45	70
Gambar 4.3 Diagram Jalur Kelompok NON LQ45	72



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Perusahaan Kelompok LQ45	113
Lampiran 2	Daftar Perusahaan Kelompok NON LQ45	115
Lampiran 3	Sampel Data - diolah.....	117
Lampiran 4	Sampel Data - mentah	119



BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Memaksimalkan nilai perusahaan merupakan tujuan utama dari sebuah perusahaan. Nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan di pasar modal merupakan gambaran dari kesejahteraan para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan semakin sejahtera pemegang saham. Tujuan tersebut dilakukan melalui berbagai keputusan atau kebijakan, seperti keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan pembagian dividen. Dalam mencapai tujuan tersebut, banyak pemegang saham yang menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional. Para profesional ditunjuk oleh pemegang saham dan bertindak atas nama pemegang saham sehingga tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham akan tercapai. Namun pada kenyataannya manajemen sebagai agen dari pemegang saham terkadang membuat keputusan tidak konsisten terhadap tujuan perusahaan (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1986). Hal tersebut dapat terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen yang dikenal sebagai *agency theory*.

Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan dan akan mempengaruhi kekayaan dari pemegang saham sehingga pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen. Dalam *agency theory* dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Perbedaan kepentingan disebabkan adanya pemisahan kontrol antara manajemen sebagai pihak yang menjalankan kegiatan operasional perusahaan dan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Manajemen dalam menjalankan operasional perusahaan, seringkali melakukan tindakan yang tidak memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melainkan meningkatkan kesejahteraan pribadi seperti memanipulasi laporan keuangan perusahaan. Permasalahan *agency theory* ini akan semakin meningkat apabila kepemilikan saham terdiversifikasi secara luas sehingga kontrol terhadap kinerja manajemen terhadap perusahaan semakin lemah.

Konflik kepentingan dapat diminimumkan melalui mekanisme monitoring yang bertujuan untuk menyatukan berbagai kepentingan tersebut. Sebagai akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan timbul biaya yang disebut *agency cost*. Beberapa alternatif dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost*, yaitu : pertama dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen, Solberg dan Zorn, 1992). Pemberian saham atau opsi kepada manajemen menjadikan kepentingan pemegang saham sejajar dengan kepentingan manajemen (Jensen & Meckling 1976). Dalam analisisnya, dinyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham manajerial dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang dibuat dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Kedua dengan meningkatkan *dividend payout ratio* (Crutley dan Hansen, 1989; Easterbrook, 1989; Leland dan Pyle, 1977). Dalam penelitiannya dinyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan, karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi arus kas perusahaan. Sebagai implikasi, dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan.

Ketiga dengan mengurangi pendanaan dengan utang. Penurunan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Di samping itu utang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan, sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

Terakhir, melalui investor institusional sebagai pihak yang memonitor agen. Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar seperti investor institusional dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Dengan adanya

investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Terdapat dua pandangan yang terus diperdebatkan oleh ahli-ahli keuangan di dunia mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Pandangan tradisional yang diwakili oleh 2 teori yaitu *trade-off model* (DeAngelo dan Masulis, 1980) dan *signaling theory* (Battacharya, 1979) serta *pecking order theory* (Myers, 1984) menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan pandangan kedua yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai dari suatu perusahaan. Menurut *trade-off model*, jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. *Signaling theory* menyatakan bahwa perubahan dividen dikatakan memiliki informasi yang dapat mempengaruhi harga saham dan *return* saham jika perubahan dividen yang diumumkan memberikan informasi mengenai prospek perusahaan di masa datang. Pada saat perusahaan (meningkatkan/menurunkan) pembayaran dividen investor akan merespon (positif/negatif) karena mengindikasikan bahwa prospek perusahaan (baik/buruk) dan di pasar modal harga saham akan berubah (naik/turun) sesuai dengan isi informasi yang terkandung dalam perubahan pengumuman dividen, selanjutnya perubahan harga saham tersebut akan mempengaruhi jumlah *return* saham yang diperoleh investor. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai *earning* yang semakin meningkat juga merupakan sinyal bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang bagus di masa yang akan datang.

Dari beberapa penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti *pecking order theory*. Sartono (2001) telah menemukan bahwa pada umumnya para manajer perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti hirarki pendanaan (*pecking order theory*). Struktur modal perusahaan diprediksi juga dipengaruhi oleh faktor eksternal dan faktor internal perusahaan. Faktor eksternal yang umum digunakan oleh perusahaan dalam pembuatan keputusan pendanaannya antara lain adalah tingkat bunga, keadaan pasar modal dan pertumbuhan pasar. Sedangkan faktor internal yang umum digunakan oleh perusahaan dalam pembuatan

keputusan pendanaannya antara lain adalah profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif. Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi menyatakan bahwa konflik keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan saham juga diprediksi berpengaruh dalam penentuan struktur modal. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan cenderung akan mengurangi utang. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka akan terjadi pengawasan yang efektif terhadap manajemen. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam melakukan peminjaman, sebab jumlah utang yang terlalu tinggi akan menimbulkan risiko *financial distress* sehingga nilai perusahaan akan menurun. Jumlah utang yang melewati titik optimalnya akan membuat penghematan pajak dari penggunaan utang yang lebih rendah daripada nilai sekarang dari *financial distress* dan *agency cost* (*model trade-off*). Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan juga diprediksi akan meningkatkan nilai perusahaan.

Secara teoritis, pembiayaan perusahaan dihadapkan oleh berbagai macam pertimbangan. Salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan adalah *pecking order theory* (Myers, 1984) yang mengemukakan adanya kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan atas dasar hirarki risiko. Bayless dan Diltz (1994) mengemukakan bahwa *pecking order* cenderung akan memilih *internal fund*, *riskless debt*, *risky debt* dan *equity*. Myers dan Majluf (1984) mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu dan apabila memerlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt*, berupa penerbitan obligasi, sebelum menggunakan eksternal *equity* (menerbitkan saham).

1.2 Pokok Permasalahan

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka penelitian karya akhir ini merumuskan permasalahan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan saham (institusional dan manajerial), faktor eksternal (tingkat bunga, keadaan pasar modal dan pertumbuhan pasar) dan faktor internal (profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif) terhadap tingkat *leverage* perusahaan?
2. Apakah terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan saham (institusional dan manajerial), faktor eksternal (keadaan pasar modal dan pertumbuhan pasar), faktor internal (profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif) dan tingkat *leverage* terhadap nilai perusahaan?

1.3 Pembatasan Masalah

Penelitian dibatasi dengan hanya memperhatikan koefisien jalur antar variabel namun tidak membahas mengenai analisis faktor dari penelitian ini.

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan dari karya akhir ini berdasarkan pokok permasalahan yang telah dijabarkan adalah untuk mengetahui hal pokok berikut:

1. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham (institusional dan manajerial), faktor eksternal (tingkat bunga, keadaan pasar modal dan pertumbuhan pasar) dan faktor internal (profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif) terhadap tingkat *leverage* perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham (institusional dan manajerial), faktor eksternal (keadaan pasar modal dan pertumbuhan pasar), faktor internal (profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif) dan tingkat *leverage* terhadap nilai perusahaan.

1.5 Manfaat Penelitian

Dengan dilakukannya penelitian ini, diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

- a. Membantu perusahaan dalam pembuatan keputusan keuangan dan menentukan proporsi sumber pembiayaan struktur modalnya, dimana diharapkan dengan proporsi struktur modal tersebut perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan.
- b. Memberikan bahan pertimbangan bagi investor dalam menginvestasikan dananya dengan mengevaluasi keadaan keuangan perusahaan sehingga dapat dimanfaatkan dalam pembuatan keputusan investor di pasar modal.
- c. Menambah kepustakaan di bidang keuangan dan pasar modal serta dapat dijadikan acuan sebagai penelitian berikutnya.

1.6 Kerangka Penelitian

Kerangka penelitian karya akhir ini akan terbagi menjadi 5 bab dengan sistematika sebagai berikut :

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini menjelaskan mengenai latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan kerangka penelitian.

Bab 2 Tinjauan Pustaka

Bab ini menguraikan teori-teori yang mendasari metode dan analisis yang dilakukan pada penelitian karya akhir ini. Teori-teori yang digunakan antara lain adalah *agency theory*, *trade-off model* dan *signaling theory*, dan *pecking order theory*. Selain itu diuraikan pula pengertian dasar mengenai variable-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Bab ini terdiri dari uraian pemilihan populasi dan sampel, alur pikir penelitian, sumber dan periode data, studi penelitian dan metode pengolahan data yang digunakan dalam penelitian karya akhir ini.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini menjabarkan gambaran umum objek penelitian, analisis deskriptif dari objek penelitian, tahapan dalam melakukan pengujian terhadap pengaruh struktur kepemilikan saham, faktor eksternal, faktor internal terhadap tingkat *leverage* pada masing-masing kelompok objek penelitian, serta pengaruh struktur kepemilikan saham, faktor eksternal, faktor internal, dan tingkat *leverage* terhadap nilai perusahaan pada masing-masing kelompok objek penelitian. Bab ini juga menjelaskan secara rinci hasil analisis pada masing-masing variabel yang memiliki pengaruh pada tingkat *leverage* dan nilai perusahaan serta pembahasan mengenai keterkaitan hasil penelitian dengan beberapa teori yang mendukung atau tidak (seperti *agency theory*, *pecking order theory*, *trade-off model* dan *signaling theory*).

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini menuangkan kesimpulan hasil penelitian sesuai dengan tujuan penelitian, serta menyampaikan saran berkaitan seluruh proses analisis yang dilakukan pada karya akhir ini.

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Agency Theory*

Agency Theory dikemukakan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976. Dalam *agency theory* dijelaskan mengenai hubungan antara pemegang saham dan manajemen yang digambarkan dalam hubungan *principal* dan *agent*. Selain itu dibahas pula isu-isu yang berkaitan dengan hubungan *principal* dan *agent*, serta adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan. *Agency theory* menganalisis kepentingan dan perilaku dari manajemen dengan maksud agar manajemen bertindak dan membuat keputusan sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

2.1.1 *Agency Conflict*

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak antara satu atau lebih orang (pemilik atau *principal*) mengikat orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa atas kepentingannya dan melibatkan pendelegasian beberapa otoritas pembuat keputusan kepada *agent*. Hal ini sesuai dengan yang dikemukakan oleh Emery, et.al. (1998) yang mengungkapkan bahwa hubungan *principal-agent* adalah hubungan antara satu partisipan yang berperan sebagai *agent* dan membuat keputusan yang akan mempengaruhi partisipan lain yaitu *principal* selaku pemilik perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hubungan keagenan menjelaskan hubungan antara *principal* selaku pemilik perusahaan yang mendelegasikan wewenang kepada *agent* untuk mengelola, membuat keputusan dan bertindak sesuai dengan kepentingan *principal*.

Jensen dan Meckling (1976) berargumen bahwa pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian melatarbelakangi terjadinya *agency conflict*. Dalam hal ini, manajemen memiliki tujuan pribadi untuk meningkatkan kesejahteraannya yang seringkali bertentangan dengan tujuan pemegang saham. Hal ini memungkinkan manajemen membuat keputusan yang tidak optimal dan cenderung hanya berupaya untuk meningkatkan kesejahteraan mereka dengan mengorbankan kesejahteraan pemegang saham. Pada dasarnya para pemegang saham berharap agar manajemen

akan bertindak atas kepentingan pemegang saham sehingga mendelegasikan wewenang kepada manajemen. Namun manajemen cenderung mengutamakan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham. Untuk meminimalkan *agency conflict*, terdapat biaya yang perlu dikeluarkan oleh pemegang saham agar manajemen dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Biaya tersebut dinamakan *agency cost*.

2.1.2 *Agency Cost*

Agency cost merupakan biaya yang muncul ketika terjadi *agency conflict* antara pemilik perusahaan dengan manajemen karena terdapat kemungkinan manajemen tidak selalu berbuat sesuai dengan kepentingan pemilik, sehingga memicu *agency cost*. Horne dan Wachowicz (1998) dalam Saidi (2004) menjelaskan bahwa *agency cost* adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktualnya dengan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) menguraikan bahwa *agency cost* terdiri dari 3 bentuk, yaitu (1) *monitoring cost*, merupakan biaya yang dikeluarkan untuk memonitor dan mengendalikan perilaku manajemen, misalnya terkait dengan pembatasan anggaran (*budget restrictions*), kebijakan kompensasi (*compensation restrictions*), dan *operating rules*, (2) *bonding cost* merupakan biaya untuk mengikat pengeluaran manajemen, misalnya biaya audit, (3) *residual loss*, yakni pengurangan kekayaan pemilik akibat adanya perbedaan antara keputusan manajemen dan keputusan yang seharusnya dibuat untuk memaksimalkan kekayaan pemilik.

Agency cost terbagi dua yaitu biaya langsung dan tidak langsung. Biaya langsung dari *agency cost* adalah kehilangan kesempatan investasi. Contohnya adalah ketika pemilik perusahaan dan manajemen memiliki pandangan yang berbeda dalam melakukan investasi baru. Oleh pemilik perusahaan, investasi baru ini diharapkan akan mempengaruhi nilai saham perusahaan tetapi di sisi lain, investasi tersebut cukup berisiko bagi perusahaan. Dalam hal ini, pemilik perusahaan membuat keputusan untuk melakukan investasi baru karena akan meningkatkan harga saham, tetapi keputusan manajemen adalah tidak melakukan investasi tersebut karena risiko

yang besar terhadap kelangsungan perusahaan sehingga apabila risiko itu terjadi maka manajemen akan kehilangan pekerjaan. Sehingga dapat diambil kesimpulan apabila manajemen tidak melakukan investasi baru maka pemilik perusahaan akan kehilangan kesempatan yang bernilai bagi harga saham. Biaya langsung dari *agency cost* terbagi dua tipe. Pertama, pengeluaran perusahaan yang menguntungkan bagi manajemen tetapi tidak bagi pemilik perusahaan. Misalnya, pembayaran hotel bintang lima pada saat rapat atau melakukan perjalanan bisnis ke luar kota. Tipe kedua adalah biaya yang muncul untuk memonitor kinerja manajemen. Misalnya membayar bebas auditor untuk memastikan bahwa laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen akurat.

2.2 *Pecking Order Theory*

Pembiayaan perusahaan dihadapkan oleh berbagai macam pertimbangan. Salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan adalah *pecking order theory*, Myers (1984) yang mengemukakan adanya kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan atas dasar hirarki risiko (*pecking order theory*). *Pecking Order Theory* adalah salah satu teori yang berdasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi investor biasanya akan menginterpretasikan perusahaan yang mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas sebagai berita buruk. Dengan demikian, perusahaan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan urutan risiko. Lucas dan Mc Donald (1990) menyatakan bahwa manajer lebih mengetahui nilai perusahaan yang sebenarnya dan kerentanan perusahaan daripada informasi yang dimiliki oleh investor. Untuk menghindari terjadinya *underinvestment*, manajer akan mencari cara untuk mendanai proyek baru dengan menggunakan sekuritas yang tidak *undervalue*, seperti pendanaan internal atau pinjaman yang aman. Hal ini kemudian mempengaruhi pilihan antara pendanaan internal atau eksternal. *Pecking order theory* mampu menjelaskan mengapa perusahaan cenderung untuk bergantung pada dana internal dan memilih *debt to equity* apabila diperlukan pendanaan eksternal. Dengan

demikian, struktur modal perusahaan tidak dikendalikan oleh *trade-off theory* namun sesederhana sebagai hasil akumulasi dari usaha perusahaan untuk mengurangi asimetri informasi.

Bayless dan Diltz (1994) mengemukakan bahwa *pecking order theory* cenderung memilih *internal fund*, *riskless debt*, *risky debt* dan *equity*. Myers dan Majluf (1984), dan Myers (1984) mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external finance*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Pecking Order Theory menguraikan bahwa perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit (Megginson, 1997:338). Hal ini bukan disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai target rasio utang yang rendah, tetapi karena perusahaan tersebut memerlukan pembiayaan eksternal yang sedikit (Husnan, 1996). Dengan kata lain, laba yang diperoleh sudah dapat memenuhi sebagian besar dana investasi yang dibutuhkan oleh perusahaan. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena tidak tersedianya dana internal yang memadai untuk kebutuhan investasi perusahaan.

2.3 *Trade-off Model*

DeAngelo dan Masulis (1980) memprediksikan perusahaan akan mencari struktur modal yang optimal dengan menyeimbangkan manfaat dan biaya hutang yang muncul. Manfaat termasuk *tax shield* sementara biaya meliputi biaya *financial distress* yang diharapkan. Dalam *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) perusahaan menggunakan manfaat dalam mengurangi masalah *free cash flow* yang potensial dan konflik antara manajer dan pemilik perusahaan yang berpotensi terjadi, untuk mengimbangi biaya yang berhubungan dengan *underinvestment* dan masalah pertukaran aset. Teori-teori ini memprediksikan bahwa perusahaan mempertahankan struktur modal yang optimal dimana *marginal benefit* dari hutang sama dengan *marginal cost* yang ditimbulkan. Implikasi dari *trade-off*

yang ditimbulkan. Implikasi dari *trade-off* model ini adalah perusahaan mempunyai target *leverage* dan kemudian disesuaikan dengan keadaan sepanjang waktu. *Trade-off* model memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat *leverage* yang optimal. Oleh karena itu perusahaan akan selalu berusaha menyesuaikan tingkat *leverage* ke arah yang optimal sehingga tingkat *leverage* perusahaan senantiasa bergerak dari waktu ke waktu untuk menuju ke arah suatu target yang ingin dicapai.

2.4 *Signaling Theory*

Nilai Perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Peluang investasi memberi sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Bhattacharya (1979) mengemukakan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat.

2.5 *Equity Market Timing*

Perusahaan akan menerbitkan ekuitas pada saat *market value* tinggi dan akan membeli kembali ekuitas pada saat *market value*-nya rendah (Baker dan Wurgler, 2002). Tujuan dalam melakukan market timing ini adalah untuk mengeksploitasi fluktuasi sementara yang terjadi pada *cost of equity* terhadap *cost of other forms of capital*. Baker dan Wurgler menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat hutang yang rendah adalah perusahaan yang menerbitkan ekuitas pada saat *market value* tinggi. Sedangkan perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi adalah perusahaan yang menerbitkan ekuitas pada saat *market value*-nya rendah. Terdapat dua versi dari equity market timing yang mengikuti hasil penelitian Baker dan Wurgler. Yang pertama adalah versi dinamis dari Myers dan Majluf (1984) mengenai informasi asimetris yang mengasumsikan rasional manajer dan investor. Versi yang kedua melibatkan para investor atau manajer yang tidak rasional dan persepsi dari *mispicing*. Kondisi ini terjadi pada saat manajer akan menerbitkan ekuitas ketika

mereka yakin bahwa *cost of equity* rendah dan membeli kembali ekuitas saat *cost of equity* tinggi. *Market-to-book* diketahui secara umum berkorelasi negatif dengan *future equity returns*, dan nilai ekstrim dari *market-to-book* dikaitkan dengan ekspektasi-ekspektasi yang ekstrim dari investor, sesuai dengan penelitian dari La Porta (1996), La Porta et al. (1997), Frankel dan Lee (1998), dan Schleifer (2000). Apabila manajer mencoba untuk mengeksploitasi terlalu jauh (ekstrim) ekspektasi-ekspektasi dari investor, *net equity issues* akan berkorelasi positif dengan *market-to-book*. Apabila tidak terdapat struktur modal yang optimal, manajer tidak perlu mengganti keputusan-keputusan pendanaannya pada saat perusahaan telah dinilai dengan benar dan *cost of equity* terlihat normal, hal ini menunggu fluktuasi-fluktuasi sementara yang terjadi pada *market-to-book* mempunyai efek yang tetap pada *leverage*.

2.6 *Efficiency Market Hypothesis*

Menurut Fama (1970) bentuk pasar dapat dikelompokkan menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Ketiga bentuk efisien pasar dimaksud adalah (1) hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*), (2) hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi strong form of the efficient market hypothesis*), dan hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*). Masing-masing bentuk pasar efisien tersebut terkait erat dengan sejauh mana penyerapan informasi terjadi di pasar.

2.6.1 *Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Lemah (Weak Form)*

Dalam hipotesis ini harga saham diasumsikan mencerminkan semua informasi yang terkandung dalam sejarah masa lalu tentang harga sekuritas yang bersangkutan. Artinya, harga yang terbentuk atas suatu saham, misalnya merupakan cermin dari pergerakan harga saham yang bersangkutan di masa lalu. Misalkan, ada bentuk musiman atas kinerja harga suatu saham yang menunjukkan bahwa harga saham akan naik menjelang tutup tahun (akhir tahun) dan kemudian turun pada awal tahun. Berdasarkan pada hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pasar akan segera mengetahui

dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Mengantisipasi kemungkinan penurunan harga pada awal tahun, pedagang akan menjual saham yang dimilikinya sesegera mungkin untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari "jatuhnya" harga saham perusahaan yang diamati. Upaya yang dilakukan pedagang tersebut akan menyebabkan harga saham perusahaan secara keseluruhan akan turun. Investor yang cerdas tentu akan menjual saham yang dimilikinya pada akhir tahun untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari menurunnya harga saham di awal tahun.

Jika hipotesis pasar bentuk lemah terpenuhi, dan akibatnya harga adalah bebas (*independen*) dari bentuk harga saham histories, maka dapat dikatakan bahwa perubahan-perubahan harga akan mengikuti kaedah jalan acak (*random walk*) manakala pengujian hanya dilakukan terhadap perubahan harga secara histories. Jalan acak adalah konsep statistic yang memprediksi bahwa keluaran (*output*) berikutnya dalam suatu urutan tidak tergantung pada keluaran (*output*) sebelumnya.

Karena sekuritas berisiko menawarkan *return* positif, kita dapat mengharapkan bahwa harga saham akan senantiasa naik atau mengalami apresiasi sepanjang waktu. Tetapi tren atau kecenderungan kenaikan tersebut tidak selamanya kan begitu, karena perubahan harga mengikuti kaedah acak. Seandainya saat ini sekuritas yang dimilikiharganya adalah Rp. 1.000,- maka setiap periode harganya akan naik sebesar 12% dengan kemungkinan 75% atau turun 10% dengan kemungkinan 25%. Dalam hal ini jelas bahwa tiga per-empat dari keluaran akan menghasilkan *return* 12% sedangkan seperempatnya akan menghasilkan *return* 10%. Selanjutnya dapat dihitung *return* yang diharapkan (*expected return*) adalah $E(R) = 0,75 (12\%) + 0,25 (-10\%) = 6,5\%$.

Walaupun tingkat pengembalian yang diharapkan di sini adalah 6,5 % nilai yang sebenarnya tetap saja merupakan nilai yang acak (tidak dapat diketahui dengan pasti). Sehingga, dalam hal ini kita dapat mengatakan bahwa harga sekuritas mengikuti kaedah jalan acak. Strategi perdagangan yang menggunakan data pasar histories (umumnya harga saham) dikenal dengan sebutan analisis teknikal (*Technical Analysis*).

2.6.2 Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Semi-Kuat (*Semi Strong Form*)

Menurut hipotesis pasar efisien bentuk semi kuat, dalam artikel yang lain Farma (1991) menyebutnya sebagai studi peristiwa (*event studies*), harga mencerminkan semua informasi publik yang relevan. Di samping merupakan cerminan harga saham historis, harga yang tercipta juga terjadi karena informasi yang ada di pasar, termasuk di dalamnya adalah laporan keuangan dan informasi tambahan sebagaimana diwajibkan oleh peraturan akuntansi. Informasi yang tersedia di publik juga dapat berupa berupa peraturan keuangan lain seperti pajak bangunan (*property*) atau suku bunga dan/atau beta saham termasuk *rating* perusahaan.

Menurut konsep semi-kuat, investor tidak akan mampu untuk memperoleh *abnormal returns* dengan menggunakan strategi yang dibangun berdasarkan informasi yang tersedia di publik. Dengan kata lain, analisis terhadap laporan keuangan tidak memberikan manfaat apa-apa. Ide dari pandangan ini adalah bahwa sekali informasi tersebut menjadi informasi publik (umum), artinya tersebar di pasar, maka semua investor akan bereaksi dengan cepat dan mendorong harga naik untuk mencerminkan semua informasi publik yang ada.

Berlawanan dengan pendukung hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pada pasar efisien bentuk semi-kuat ada banyak investor yang berfikir bahwa mereka dapat memperoleh keuntungan dengan melakukan analisis dengan menggunakan data atau informasi akuntansi (dari laporan keuangan) dan dari sumber lain untuk mengidentifikasi saham yang salah harga (*mispriced*) disebut investor tersebut melakukan analisis fundamental (*Fundamental Analysis*).

2.6.3 Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar efisien bentuk kuat menyatakan bahwa harga yang terjadi mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik (*public information*) maupun informasi pribadi (*private information*). Jadi, dalam hal ini, bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan dan juga informasi yang ada di publik yang relevan, disamping juga informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja, misalnya manajemen perusahaan, dewan direksi, dan kreditor.

Bentuk pasar efisien kuat merupakan bentuk pasar efisien paling ketat. Hal ini terkait dengan pengertiannya bahwa harga pasar mencerminkan semua informasi, baik public maupun nonpublic. Dalam kaitannya dengan hal tersebut, maka dalam konteks pasar efisien bentuk kuat tidak ada seorangpun baik individu maupun institusi dapat memperoleh *abnormal return*, untuk suatu periode tertentu, dengan menggunakan informasi yang tersedia di publik dalam konteks kelebihan informasi, termasuk di dalamnya informasi yang hanya dapat diakses oleh orang-orang tertentu.

Beberapa bukti empiris mendukung adanya pasar efisien, khususnya di Amerika Serikat, tetapi bukti-bukti yang tidak mendukung juga banyak. Sehingga, efisien tidaknya pasar modal, atau tepatnya masuk dalam kelompok bentuk efisien mana sebuah pasar modal, tergantung dari ada tidaknya bukti tentang *abnormal return* yang dapat diperoleh oleh investor.

Dalam perkembangannya, para peneliti sepertinya sepakat untuk menyebut bahwa pengujian terhadap bentuk kuat hipotesis pasar efisien sering dikaitkan dengan keberhasilan dalam penggunaan akses monopolistik terhadap informasi oleh pelaku pasar tertentu. Tentu saja efisiensi bentuk kuat mengungguli baik pasar efisien bentuk lemah maupun bentuk semi kuat dan merupakan bentuk efisiensi paling tinggi dan secara empiris paling sulit untuk diuji.

2.7 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kesejahteraan pemegang saham (Bringham Gapensi, 1996). Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, karena dengan nilai yang tinggi menunjukkan kesejahteraan pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset.

Menurut Fama (1978) nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat

terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai asset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan harga saham, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan pun akan meningkat.

Menurut Modigliani dan Miller (1961), kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau *earning power* dari aset perusahaan. Oleh karena itu nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi perusahaan. Variabel nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio kenaikan/penurunan harga saham tahun $t+1$ dengan nilai buku per saham pada neraca akhir tahun t . Nilai buku dihitung dari rasio total ekuitas terhadap jumlah saham beredar.

2.8 Struktur Modal

Struktur modal adalah perbandingan nilai hutang dengan nilai modal sendiri yang tercermin pada laporan keuangan akhir tahun. Struktur modal merupakan perimbangan antara hutang dengan modal yang dimiliki perusahaan. Salah satu isi penting yang sering dihadapi oleh manajer suatu perusahaan adalah menentukan perimbangan yang tepat antara hutang dengan modal. Variabel struktur modal dalam penelitian ini dinyatakan dalam rasio total hutang dengan penjumlahan total hutang dan modal sendiri.

Terdapat tiga teori utama dalam menjelaskan tujuan perusahaan dalam memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Ketiga teori tersebut menjelaskan bagaimana struktur modal dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Ketiga teori tersebut adalah:

- a) Teori Tradisional atau Teori Klasik
Menyatakan bahwa struktur modal yang optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan adalah dengan cara meminimalkan biaya modal rata-rata

(*average cost of capital*). Salah satu versi teori ini dikembangkan oleh Ezra Solomon yang menyatakan bahwa struktur modal yang optimal terjadi apabila terdapat kelebihan antara *debt equity ratio* dengan *average cost of capital*.

- b) Teori yang dikembangkan oleh Miller dan Modigliani (MM I)
Menyatakan bahwa pasar modal adalah sempurna dan tidak ada pajak. Mereka menyatakan nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal.
- c) Teori yang juga dikembangkan oleh Miller dan Modigliani (MM II)
Dengan memperhatikan tingkat pajak mereka menyatakan bahwa penggunaan hutang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham.

Weston (1963) dalam Napa (1999), menggunakan analisis regresi berganda untuk menguji *leverage*. Hasilnya mendukung teori *leverage* tradisional. Barger (1963) dalam Napa (1999) menggunakan fungsi kuadrat untuk mempelajari pengaruh perubahan *leverage* terhadap nilai pasar perusahaan. Hasilnya mendukung teori tradisional Myers (1984) dalam penelitiannya ditemukan bahwa profitabilitas perusahaan mempunyai hubungan yang positif secara signifikan dengan hutang perusahaan. Myers (2001) menunjukkan bahwa perusahaan yang profitabilitas tinggi lebih dipercaya untuk memperoleh hutang. Myers juga berpendapat bahwa apabila harga saham dipasaran terlalu mahal maka perusahaan harus menolak menerbitkan saham baru karena harga saham tersebut akan turun melalui proses penilaian.

2.8.1 Pengertian Struktur Modal

Struktur modal merupakan komposisi pendanaan ekuitas (modal sendiri) dan hutang pada suatu perusahaan (Wild *et al.*, 2005). Struktur modal sering kali dihitung berdasarkan besaran relatif berbagai sumber pendanaan. Stabilitas keuangan perusahaan serta risiko gagal melunasi hutang tergantung pada sumber pendanaan serta jenis dan jumlah berbagai aktiva yang dimiliki perusahaan. Struktur modal dapat diartikan sebagai paduan sumber dana jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan (Keown *et al.*, 2000). Sedangkan menurut Awat (1999) struktur modal adalah proporsi antara hutang jangka panjang dan modal sendiri. Demikian pula

menurut Riyanto (2001) bahwa struktur modal adalah perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri.

2.8.2 Faktor yang mempengaruhi Struktur Modal

Berbagai teori struktur modal menjelaskan bagaimana faktor-faktor determinan mempengaruhi tingkat *leverage* suatu perusahaan. Menurut Harris dan Raviv (1991) faktor-faktor determinan struktur modal yang telah menjadi konsensus para ahli meliputi besarnya *fixed tangible assets* yang dapat dijadikan jaminan, *non-debt tax shield* yaitu besarnya biaya yang mendatangkan keuntungan pajak bagi perusahaan selain biaya bunga, besarnya peluang investasi atau tingkat pertumbuhan perusahaan, besarnya ukuran (*size*) perusahaan, tingkat profitabilitas, volatilitas dari pendapatan, besarnya pengeluaran biaya advertensi, dan keunikan dari produk yang dihasilkan oleh perusahaan.

Menurut Riyanto (2001) besar kecilnya struktur modal yang digunakan perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor. Adapun faktor-faktor tersebut antara lain:

a) **Tingkat bunga**

Tingkat bunga yang berlaku saat manajemen akan menentukan struktur modal akan mempengaruhi jenis modal apa yang akan digunakan, apakah menggunakan saham atau obligasi. Penggunaan obligasi hanya dibenarkan jika tingkat bunga obligasi lebih rendah daripada *earning power* dari tambahan modal tersebut.

b) **Stabilitas *earning***

Stabilitas dan besarnya *earning* yang diperoleh perusahaan akan menentukan apakah perusahaan dibenarkan untuk menggunakan modal dengan beban tetap (hutang) atau tidak. Jika perusahaan memiliki *earning* yang stabil maka perusahaan akan mampu memenuhi kewajiban finansialnya, sebaliknya perusahaan yang memiliki *earning* tidak stabil akan menghadapi risiko tidak dapat membayar beban bunga atau angsuran hutangnya pada tahun-tahun atau kondisi yang buruk.

- c) **Susunan aktiva**
Pada kebanyakan perusahaan industri atau manufaktur di mana sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan cenderung mengutamakan penggunaan modal sendiri sedang modal asing atau hutang hanya sebagai pelengkap. Sedangkan perusahaan yang sebagian besar aktivasnya terdiri atas aktiva lancar akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dengan hutang jangka pendek.
- d) **Risiko aktiva**
Risiko yang melekat pada setiap aktiva perusahaan belum tentu sama. Semakin panjang jangka waktu penggunaannya maka risikonya semakin besar. Jika perusahaan memiliki aktiva yang peka terhadap risiko maka perusahaan harus memilih banyak menggunakan modal sendiri yang relatif tahan risiko, dan sedapat mungkin mengurangi penggunaan modal asing (hutang) yang memiliki risiko lebih tinggi dibanding modal sendiri.
- e) **Jumlah modal yang dibutuhkan**
Jumlah modal yang dibutuhkan atau diperlukan dapat mempengaruhi struktur modal. Jika modal yang dibutuhkan sangat besar maka dirasakan perlu bagi perusahaan untuk menggunakan beberapa sekuritas secara bersamaan, misalnya mengeluarkan saham dan obligasi secara bersamaan.
- f) **Kedaaan pasar modal**
Kondisi pasar sering mengalami perubahan yang disebabkan oleh banyak faktor. Oleh karena itu, dalam rangka memperoleh dana melalui penjualan sekuritas perusahaan harus memperhatikan kondisi pasar modal. Ketika investor menyukai menanamkan dananya dalam pembelian saham, maka pada waktu itu perusahaan lebih baik melakukan penerbitan saham.
- g) **Sifat manajemen**
Bagi manajemen yang optimis terhadap masa depan perusahaan, umumnya akan berani menanggung risiko yang besar (*risk seeker*), sehingga akan lebih berani menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Sebaliknya manajer yang bersifat pesimis dan tidak menyenangi risiko (*risk*

avertter) akan lebih suka menggunakan sumber dana internal untuk memenuhi kebutuhan dananya.

h) **Besarnya perusahaan**

Suatu perusahaan yang tergolong besar ditandai dengan jumlah sahamnya tersebar sangat luas, penambahan saham untuk memenuhi kebutuhan dana tidak banyak mempengaruhi kekuasaan atau pengendalian pemegang saham mayoritas. Oleh karena itu, perusahaan besar umumnya lebih menyukai melakukan penerbitan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dananya.

Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2001) besarnya kecilnya struktur modal atau hutang suatu perusahaan ditentukan oleh empat faktor berikut:

a) **Risiko bisnis**

Risiko bisnis atau tingkat risiko yang terkandung dalam operasi perusahaan apabila perusahaan tersebut menggunakan hutang. Makin besar atau makin tinggi risiko perusahaan, maka perusahaan akan cenderung menggunakan hutang yang rendah.

b) **Pajak Perusahaan**

Alasan utama penggunaan hutang oleh perusahaan adalah karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak.

c) **Fleksibilitas keuangan**

Fleksibilitas keuangan atau kemampuan perusahaan untuk menambah modal dengan persyaratan yang wajar dalam keadaan yang memburuk. Ketersediaan modal yang cukup merupakan hal yang penting guna mendukung operasi perusahaan yang stabil serta menentukan keberhasilan perusahaan dalam jangka panjang. Oleh karena itu dalam kondisi perekonomian yang sulit, atau apabila perusahaan mengalami kesulitan operasi maka kemungkinan perusahaan tersebut memperoleh pinjaman dari investor relatif kecil, sehingga kondisi tersebut akan mempengaruhi struktur modal atau hutang perusahaan.

d) **Agresivitas manajemen**

Pada perusahaan-perusahaan dengan manajer yang agresif pada umumnya lebih cenderung menggunakan hutang untuk meningkatkan laba.

2.8.3 Hutang (*Leverage*)

a) Pengertian hutang

Hutang atau sering disebut dengan istilah kewajiban adalah "tuntutan-tuntutan dari pihak luar", yaitu kewajiban ekonomis yang harus dibayar kepada pihak luar. Pihak-pihak di luar perusahaan tersebut disebut kreditur (Hornigren *et al.*, 1997). Sedangkan menurut Munawir (2001), hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, di mana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditur.

b) Jenis hutang

Hutang atau kewajiban perusahaan dapat dikelompokkan menjadi hutang jangka pendek (hutang lancar) dan hutang jangka panjang.

a. Hutang jangka pendek atau hutang lancar

Hutang jangka pendek atau hutang lancar adalah hutang perusahaan yang pelunasannya atau pembayarannya akan dilakukan dalam jangka pendek (satu tahun sejak tanggal neraca) dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan (Munawir, 2001). Hutang lancar tersebut meliputi beberapa hutang sebagai berikut:

- Hutang dagang, yaitu hutang yang timbul karena adanya pembelian barang dagangan secara kredit.
- Hutang wesel, yaitu hutang yang disertai dengan janji tertulis untuk melakukan pembayaran sejumlah tertentu pada waktu tertentu di masa yang akan datang.
- Hutang pajak, yaitu hutang pajak yang belum disetorkan ke kas negara.
- Biaya yang masih harus dibayar, yaitu biaya-biaya yang sudah terjadi tetapi belum dilakukan pembayarannya.
- Hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo, yaitu sebagian (seluruh) hutang jangka panjang yang sudah mejadi hutang jangka pendek, karena harus segera dilakukan pembayarannya.

- Penghasilan yang diterima di muka (*deferred revenue*), yaitu Penerimaan uang untuk penjualan barang/jasa yang belum di realisir.
- b. Hutang jangka panjang

Hutang jangka panjang adalah kewajiban keuangan yang jangka waktu pembayarannya (jatuh temponya) masih jangka panjang (lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca) (Munawir, 2001). Hutang jangka panjang tersebut meliputi:

- Hutang obligasi
- Hutang hipotik yaitu hutang yang dijamin dengan aktiva tetap tertentu.
- Pinjaman jangka panjang yang lain.

2.8.4 Modal

Modal adalah hak atau bagian yang dimiliki oleh pemilik Perusahaan yang ditunjukkan dalam pos modal (modal saham), surplus dan laba yang ditahan. Atau kelebihan nilai aktiva yang dimiliki oleh perusahaan terhadap seluruh hutang-hutangnya (Munawir, 2001). Dalam praktek kadang-kadang nampak adanya suatu klasifikasi di dalam neraca yang pada umumnya membingungkan pembaca (sulit untuk ditafsirkan) dengan nama *reserve* (cadangan). Seharusnya cadangan ini diklasifikasikan sesuai dengan klasifikasi neraca yaitu aktiva, hutang dan milik sendiri (modal) sehingga cadangan pada prinsipnya juga terdiri dari tiga golongan yaitu: (Munawir, 2001)

- a) Cadangan sebagai pengurang aktiva (*reserve that offseting assets*). Misalnya cadangan penyusutan (*reserve for depreciation*), cadangan ini merupakan pengurangan terhadap aktiva yang disusut, sehingga dalam neraca nampak di sebelah debet mengurangi aktiva yang bersangkutan. Cadangan penyusutan itu akan lebih tepat bila diberi nama lain yaitu akumulasi penyusutan, atau akumulasi depresiasi (Munawir, 2001).
- b) Cadangan sebagai hutang (*liability reserve*), misalnya *reserve for taxes* (cadangan untuk pajak) merupakan suatu hutang yang dicatat sebagai cadangan, ini tidak benar, seharusnya cadangan untuk pajak ini dimasukkan

dalam hutang lancar (*current liability*), yaitu Hutang Pajak atau Taksiran Hutang Pajak.

- c) Cadangan yang merupakan surplus, yang betul-betul merupakan hak para pemilik perusahaan, misalnya cadangan untuk ekspansi adalah merupakan pemisahan sebagian dari laba yang ditahan (*retained earning*), dan dalam neraca masuk dalam klasifikasi modal (*appropriated surplus*).

2.9 Struktur Kepemilikan Saham

Struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan manajemen dan institusi dalam kepemilikan saham perusahaan.

2.9.1 Kepemilikan Manajerial

Shleifer dan Vishny (1986) menemukan hubungan kepemilikan institusional adalah positif terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusional secara mayoritas akan mengurangi kemungkinan perusahaan untuk diakuisisi, sehingga meningkatkan keinginan manajer untuk memperbesar kepemilikan pada perusahaan. Namun sebaliknya, menurut Fitri dan Manduh (2003) semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin meningkatkan pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan.

Proporsi hutang yang besar akan menempatkan manajer di bawah pengawasan *debtholders* dan manajer cenderung tidak menyukai pengawasan oleh *debtholders* tersebut, sehingga pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah negatif. Kontras dengan pernyataan di atas, Fitri dan Mamduh (2003) menyatakan adanya pengaruh positif. Pernyataan ini berdasarkan pada asumsi bahwa penggunaan hutang akan mengurangi kebutuhan penerbitan saham baru sehingga meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial.

Hubungan antara dividen dan kepemilikan manajerial dapat dijelaskan melalui *free cash flow hypothesis (FCF)* (Jensen, 1986). Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *FCF*. Penelitian tersebut

membuktikan bahwa terdapat hubungan substitusi antara kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial.

Dalam penelitian ini variabel kepemilikan manajerial diperoleh dari prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan, yaitu dewan direksi dan komisaris.

2.9.2 Kepemilikan Institusional

Dengan tingginya kepemilikan manajerial, para investor institusional akan mendapatkan kesempatan kontrol perusahaan yang lebih sedikit. Ini berarti bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah negatif.

Menurut Crutchley *et al.* (1999), pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan institusional adalah positif. Kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders*, karena monitoring dalam perusahaan yang ketat tadi menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan *debtholders* dan *shareholders*, sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepemilikan institusional.

Kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap kepemilikan institusional. Dari sudut pandang investor, investor institusional mungkin akan lebih tertarik untuk berinvestasi pada saham dengan dividen yang tinggi dan mekanisme yang ketat. Semakin banyak saham yang dimiliki manajer akan semakin menurunkan masalah keagenan sehingga membuat dividen tidak perlu dibayarkan pada risiko yang tinggi dalam hal ini berarti kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif.

Dengan jumlah investasi yang tinggi, investor institusional melakukan monitoring yang semakin ketat dan menghalangi perilaku oportunistis manajer. Monitoring oleh investor institusional ini dapat mengurangi *agency cost* dalam hal ini yaitu biaya yang ditanggung pemilik untuk mengawasi agen seperti biaya audit, sehingga dividen yang dibayarkan juga menurun. Kehadiran kepemilikan institusional memiliki efek substitusi bagi pembayaran dividen untuk mengurangi biaya keagenan.

Menurut Chen dan Steiner (1999), variabel risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan tingginya risiko bisnis yang dihadapi perusahaan akan diantisipasi dengan kebijakan pembayaran dividen yang rendah. Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang sehingga pengalokasian sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut.

Melalui penjelasan *balancing model of agency cost*, Megginson (1997) menyatakan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran *cost internal*. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen untuk membiayai investasi.

Dalam penelitian ini variabel kepemilikan institusional diperoleh dari prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi, baik lokal maupun asing.

2.10 Faktor Eksternal

Faktor eksternal merupakan pengelompokan dari variabel-variabel yang tidak dapat dikendalikan perusahaan. Variabel yang termasuk faktor eksternal adalah:

2.10.1 Tingkat Bunga

Tingkat bunga adalah pembayaran yang dilakukan atas penggunaan sejumlah uang (Samuelson dan Nordhaus, 1995). Sedangkan menurut Bernstein dan Wild (1995), tingkat bunga merupakan penyelesaian dari penggunaan sejumlah uang. Tingkat bunga merupakan kelebihan sejumlah uang yang dikumpulkan diluar jumlah uang yang dipinjamkan.

Tingkat bunga merupakan biaya modal bagi perusahaan. Tingkat bunga yang tinggi berarti biaya penggunaan dana semakin tinggi sehingga perusahaan enggan untuk melakukan peminjaman dan selanjutnya *leverage* akan menurun.

Variabel tingkat bunga yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat bunga kredit investasi dan tingkat bunga kredit modal kerja Bank Umum rata-rata per tahun yang dibebankan kepada perusahaan atas penggunaan modal kerja dalam bentuk hutang jangka pendek dan dana investasi dalam bentuk hutang jangka panjang pada akhir tahun.

2.10.2 Keadaan Pasar Modal

Pasar modal adalah pasar yang memperjualbelikan instrumen keuangan jangka panjang baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang dibentuk oleh pemerintah, *public authorities* maupun perusahaan swasta. Artinya pasar modal bertindak sebagai penghubung antara para investor dengan perusahaan ataupun institusi pemerintah melalui perdagangan instrumen keuangan jangka panjang seperti obligasi, saham dan lainnya. Pasar modal memiliki peran dan manfaat antara lain:

- a) Pasar modal merupakan wahana pengalokasian dana secara efisien.
Artinya investor dapat melakukan investasi pada perusahaan melalui pembelian efek-efek baru yang ditawarkan/diperdagangkan pasar modal, dan sebaliknya perusahaan dapat memperoleh dana yang dibutuhkan dengan menawarkan instrumen keuangan melalui pasar modal tersebut.
- b) Pasar modal sebagai alternatif investasi.
Yaitu pasar modal memudahkan alternatif investasi untuk memperoleh keuntungan dengan risiko tertentu.
- c) Memungkinkan para investor untuk memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik.
Hal ini dikarenakan penyebaran kepemilikan secara luas (tidak hanya dimiliki oleh sejumlah orang tertentu saja) akan mendorong perkembangan perusahaan menjadi transparan.
- d) Pelaksanaan manajemen perusahaan secara profesional dan transparan
- e) Peningkatan aktivitas ekonomi nasional.
Dengan keberadaan pasar modal perusahaan akan lebih mudah memperoleh dana sehingga akan mendorong perekonomian nasional menjadi lebih maju,

terciptanya kesempatan kerja yang luas dan meningkatkan pendapatan pajak bagi pemerintah.

Menurut Jogiyanto (2000), informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam volume perdagangan saham.

Menurut Sharpe (1997) pengumuman informasi akuntansi memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang (*good news*) sehingga investor tertarik untuk melakukan perdagangan saham, dengan demikian pasar akan bereaksi yang tercermin melalui perubahan dalam volume perdagangan saham. Dengan demikian hubungan antara publikasi informasi baik laporan keuangan, kondisi keuangan ataupun sosial politik terhadap fluktuasi volume perdagangan saham dapat dilihat dalam efisiensi pasar.

Keadaan pasar modal semakin bergairah akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman karena perusahaan lebih tertarik melakukan pembiayaan melalui pasar modal sehingga *leverage* akan menurun. Keadaan pasar modal merupakan besarnya nilai transaksi perdagangan di Bursa Efek Indonesia pada akhir tahun sebagai cermin perkembangan BEI.

Variabel pasar modal dalam penelitian ini diukur dengan \ln dari nilai perdagangan saham di BEI pada akhir tahun.

2.10.3 Pertumbuhan Pasar

Pertumbuhan pasar adalah persepsi peluang bisnis yang tersedia dipasar yang harus direbut oleh perusahaan. Pertumbuhan pasar menunjukkan kinerja perusahaan membaik sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan

meningkat. Profitabilitas yang tinggi akan menunjukkan prospek perusahaan yang baik sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan meningkat (Sujoko, 2007).

Dalam penelitian ini variabel pertumbuhan pasar diukur dari nilai rasio selisih volume penjualan pada tahun t dengan volume penjualan pada tahun $t-1$ dibagi dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$.

2.11 Faktor Internal

Faktor internal merupakan variabel-variabel yang dapat dikendalikan oleh perusahaan. Variabel-variabel yang termasuk variabel faktor internal adalah:

2.11.1 Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit atau laba selama satu tahun yang dinyatakan dengan rasio laba operasi dengan penjualan dari data laporan laba rugi akhir tahun.

Rasio profitabilitas dapat diukur dari dua pendekatan yakni pendekatan penjualan dan pendekatan investasi (Horne, 1992). Ukuran yang umum digunakan adalah *return on assets* (ROA) dan *return on equity* (ROE).

Tingkat profitabilitas masa lalu pada suatu perusahaan merupakan penentu atau determinan penting atas struktur modal perusahaan yang bersangkutan dengan besarnya jumlah laba ditahan, suatu perusahaan mungkin cenderung memilih pendanaan dari sumber tersebut dari pada peminjaman. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang digunakan oleh Myers (1984), yang menyatakan bahwa cara-cara yang dipergunakan oleh perusahaan dalam memperoleh dana adalah dengan urutan: Pertama, dari laba ditahan. Kedua dari pendanaan hutang dan Ketiga dari ekuitas baru. Profitabilitas mempunyai pengaruh penting pada kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang tinggi cenderung akan membayarkan sebagai besar hasil keuntungan tersebut dalam bentuk dividen.

Variabel profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini diukur dari nilai rasio laba operasi dengan total penjualan dari data laporan laba rugi perusahaan pada akhir tahun.

2.11.2 Pembayaran Dividen

2.11.2.1 Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang berhubungan dengan seberapa banyak keuntungan perusahaan yang akan dibayarkan sebagai dividen yang serta seberapa banyak yang akan disimpan didalam perusahaan sebagai investasi kembali (Bringham dan Houston, 2006). Perusahaan yang memutuskan untuk membagi dividen, akan mengurangi profit dan sumber pendanaan internalnya. Sebaliknya, perusahaan yang tidak membagi dividen, kemampuan pendanaan internal dari perusahaan tersebut akan meningkat.

Kebijakan dividen merupakan hal yang kontroversial karena karakteristik dan reaksi investor. Sampai saat ini kebijakan dividen masih menjadi perdebatan di berbagai kalangan, baik manajemen, investor maupun peneliti. Di kalangan akademis, kebijakan dividen masih menjadi perdebatan karena adanya berbagai teori dan hasil penelitian empiris yang tidak konsisten dan bahkan bertolak belakang. Sampai saat ini masih belum ada penjelasan yang dapat diterima secara luas mengenai (1) mengapa perusahaan yang memperoleh laba membagikan labanya dalam bentuk dividen, (2) mengapa investor jangka panjang tertarik dengan dividen dan investor jangka pendek tidak tertarik dengan dividen, (3) seberapa besar dividen harus dibagikan dan sebagainya. Modigliani dan Miller dalam *dividend irrelevance theory* mengatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *earnings*, tidak pada bagaimana perusahaan memindahkan *earning* ke *retained earning* dan dividen. Dengan kata lain, pembayaran dividen sekarang atau nanti adalah tidak relevan dikarenakan menghasilkan nilai perusahaan dan *cost of capital* yang sama. Teori ini bertolak belakang dengan *bird in hand theory* dari Gordon dan Litner yang mengatakan bahwa investor lebih memilih pembayaran dividen daripada *capital gain*. Teori ini meyakini bahwa pembagian dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan. Karena pemilik perusahaan menyukai dividen yang tinggi sehingga harga sahamnya juga akan meningkat. Berikutnya adalah *tax preference theory* yang menyatakan bahwa pembayaran dividen yang rendah lebih disukai oleh investor karena (1) pajak dividen yang ditanggung oleh investor lebih

tinggi daripada pajak *capital gain* jangka panjang, (2) pajak *capital gain* tidak dibayar sampai dengan saham dijual, (3) penghapusan pajak apabila pemilik meninggal dunia.

Menurut Copeland (1997) kebijakan dividen adalah kebijakan dalam menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali ke perusahaan. Kebijakan dividen mempengaruhi baik pembelanjaan jangka panjang ataupun penghasilan yang dibagikan kepada pemegang saham, maka perusahaan memiliki dua kemungkinan sudut pandang untuk membayar dividen:

- a) Sebagai keputusan pembelanjaan jangka panjang. Dengan pendekatan ini, semua laba sesudah pajak yang diperoleh perusahaan dapat dipandang sebagai sumber dana jangka panjang. Suatu pengumpulan dividen kas mengurangi jumlah dana yang tersedia untuk membelanjai pertumbuhan, membatasi pertumbuhan, atau memaksa perusahaan memperoleh sumber dana yang lain. Perusahaan akan menahan pendapatannya, bila: i) tersedia proyek-proyek yang menguntungkan, ii) struktur modal membutuhkan modal sendiri.
- b) Sebagai suatu keputusan kesejahteraan maksimum. Dengan pendekatan ini perusahaan mengakui bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh terhadap harga pasar saham biasa. Perusahaan harus memaksimalkan rasa kesejahteraan dengan mendeklarasikan dividen yang cukup untuk memenuhi harapan investor dan pemegang saham (Sarwoko, 1995). Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham (Brigham, 1994).

2.11.2.2 Jenis Dividen

Menurut Munandar (1983) dan Suadi (1994), jenis-jenis dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham adalah:

- a) *Cash dividend*, yaitu dividen yang diberikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk uang tunai (*cash*). Pada waktu rapat pemegang saham perusahaan memutuskan bahwa sejumlah tertentu dari laba

perusahaan akan dibagi dalam bentuk *cash dividend*. Perusahaan hanya berkewajiban membayar dividen setelah perusahaan tersebut mengumumkan akan membayar dividen. Dividen dibayarkan kepada pemegang saham yang nama tercatat dalam daftar pemegang saham. Pembayaran dividen dapat dilakukan oleh perusahaan sendiri atau melalui pihak lain, misalnya bank. Cara kedua yang umumnya dipilih oleh perusahaan karena bank mempunyai banyak cabang sehingga memudahkan pemegang saham yang mungkin sekali tersebar luas di seluruh Indonesia. Yang perlu diperhatikan oleh pimpinan perusahaan sebelum membuat pengumuman ada dividen kas adalah apakah jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan mencukupi untuk pembagian dividen tersebut.

- b) *Property dividend*, adalah dividen yang diberikan kepada para pemegang saham dalam bentuk barang-barang (bukan berupa uang tunai ataupun (modal) saham perusahaan). Contoh dividen barang adalah dividen berupa persediaan atau saham yang merupakan investasi perusahaan pada perusahaan lain. Pembagian dividen berupa barang lebih sulit dibanding pembagian dividen uang. Perusahaan melakukan pembagian dividen properti ini karena uang tunai perusahaan tertanam dalam investasi saham perusahaan lain atau persediaan dan penjualan investasi atau persediaan terutama bila jumlah cukup banyak akan menyebabkan harga jual investasi ataupun persediaan turun sehingga merugikan perusahaan dan pemegang saham sendiri.
- c) *Script dividend*, yaitu suatu surat tanda kesediaan membayar sejumlah uang tertentu yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham sebagai dividen. Surat tersebut berbunga sampai dengan dibayarkan uang tersebut kepada yang berhak. *Script* dividen seperti ini biasa dibuat apabila pada waktu para pemegang saham mengambil keputusan tentang pembagian laba ketika perusahaan belum (tidak) mempunyai persediaan kas yang cukup untuk membayar dividen kas.

- d) *Liquidating dividend*, yaitu dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham dengan kondisi sebagian dari jumlah tersebut dimaksudkan sebagai pembayaran bagian laba (*Cash Dividend*) sedangkan sebagian lainnya dimaksudkan sebagai pengembalian modal yang ditanamkan (diinvestasikan) oleh para pemegang saham ke dalam perusahaan tersebut.
- e) *Stock dividend*, merupakan dividen yang diberikan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham-saham yang dikeluarkan oleh perusahaan itu sendiri. Di Indonesia saham yang dibagikan sebagai dividen tersebut disebut saham bonus. Dengan demikian para pemegang saham mempunyai jumlah lembar saham yang lebih banyak setelah menerima *Stock dividend*. Dividen saham dapat berupa saham dengan jenis yang sama maupun jenis yang berbeda.

2.11.2.3 Jenis Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan ada beberapa macam, yaitu (Home, 1986):

- a) Kebijakan dividen yang stabil
Artinya jumlah dividen per lembar saham (DPS) yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun laba per lembar saham setiap tahunnya berfluktuasi. Beberapa alasan yang mendorong perusahaan menjalankan kebijakan dividen tersebut antara lain karena, i) akan memberikan kesan kepada para pemodal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang dan ii) adanya golongan pemodal tertentu yang menginginkan kepastian dividen yang akan dibayarkan.
- b) Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal ditambah dividen ekstra
Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya, dan jika terjadi peningkatan laba secara drastis atau keadaan keuangan yang lebih baik maka jumlah tersebut ditambah lagi dengan dividen ekstra.

c) Kebijakan dividen yang konstan

Berarti jumlah dividen per lembar saham yang di bayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan laba bersih yang diperoleh setiap tahunnya. Hal ini berarti dividen dianggap mempunyai isi informasi sebagai indikator prospek perusahaan (membaik atau memburuk), maka perubahan kebijakan dividen akan meningkatkan atau menurunkan harga saham hanya apabila hal tersebut ditafsirkan sebagai terjadinya perubahan prospek perusahaan.

d) Kebijakan dividen yang fleksibel

Kebijakan dividen yang fleksibel berarti besarnya dividen per lembar saham setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi keuangan dan kebijakan keuangan dari perusahaan yang bersangkutan.

Variabel pembayaran dividen dalam penelitian ini diukur dari rasio dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham akhir tahun.

2.11.3 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menunjukkan aktivitas perusahaan yang dimiliki perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar aktiva yang dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh hutang sehingga *leverage* akan meningkat (Sujoko, 2007).

Sebuah perusahaan yang besar dan mampu mempertahankan keberadaannya dengan baik akan memiliki akses yang mudah pada pasar modal bila dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Karena aksesibilitas yang mudah terhadap pasar modal berarti memiliki fleksibilitas yang besar dan kemampuan untuk mengumpulkan dana dalam waktu singkat, dengan demikian perusahaan besar biasanya mampu membayarkan rasio dividen yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil.

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun yang dinyatakan dalam \ln dari total aktiva.

2.11.4 Pangsa Pasar Relatif

Pangsa pasar menurut Assauri (2001) merupakan besarnya bagian atau luasnya total pasar yang dapat dikuasai oleh suatu perusahaan yang biasanya dinyatakan dengan persentase.

Penguasaan perusahaan terhadap pasar menggambarkan kekuatan persaingan antar perusahaan. Semakin besar penguasaan perusahaan terhadap pangsa pasar relatif akan semakin baik prestasi pasar perusahaan dalam posisi persaingan antara perusahaan dengan perusahaan pesaingnya. Yang dimaksud pesaing utama dalam hal ini adalah pesaing yang memiliki pangsa pasar terbesar dalam industri. Pangsa pasar relatif dihitung dengan cara membandingkan pangsa pasar perusahaan dengan pangsa pasar pemimpin industri. Variabel pangsa pasar relatif diukur dengan menggunakan volume penjualan perusahaan dibagi dengan volume penjualan pesaing utama.

2.12 Indeks LQ45

Indeks LQ45 adalah nilai kapitalisasi pasar dari 45 saham yang paling likuid dan memiliki nilai kapitalisasi yang besar hal itu merupakan indikator likuidasi. Indeks LQ45 menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan (setiap awal bulan Februari dan Agustus). Karena itu saham yang terdapat dalam indeks tersebut akan selalu berubah. Beberapa kriteria seleksi untuk menentukan suatu emiten dapat masuk dalam perhitungan indeks LQ45 dilakukan oleh BEI. Seleksi utama antara lain sebagai berikut:

- a) Masuk dalam ranking 60 besar dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
- b) Ranking berdasar kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir)
- c) Telah tercatat di Bursa minimum 3 bulan
- d) Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhannya, frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler.

- e) Nilai Transaksi & Kapitalisasi Pasar
 1. Berada di TOP 95 % dari total rata – rata tahunan nilai transaksi saham di pasar reguler.
 2. Berada di TOP 90 % dari rata – rata tahunan kapitalisasi pasar.
- f) Lainnya
 1. Merupakan urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam klasifikasi industri BEI sesuai dengan nilai kapitalisasi pasarnya.
 2. Merupakan urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi (Tjiptono, 2001).

Saham-saham yang termasuk didalam LQ45 terus dipantau dan setiap enam bulan akan diadakan *review* (awal Februari, dan Agustus). Apabila terdapat saham yang sudah tidak masuk kriteria maka akan diganti dengan saham lain yang memenuhi syarat. Pemilihan saham - saham LQ45 dilakukan secara wajar, oleh karena itu BEJ mempunyai komite penasehat yang terdiri dari para ahli di BAPEPAM, Universitas, dan Profesional di bidang pasar modal (factbook 1997, JakartaStock Exchange).

Faktor - faktor yang berperan dalam pergerakan Indeks LQ45, antara lain adalah:

- a) Tingkat Bunga SBI sebagai *benchmark* portofolio investasi di pasar keuangan Indonesia,
- b) Tingkat toleransi investor terhadap risiko, dan
- c) Saham – saham penggerak indeks (*index mover stocks*) yang merupakan saham berkapitalisasi pasar besar di BEJ.

Adapun faktor – faktor yang berpengaruh terhadap naiknya Indeks LQ45 adalah:

- a) Penguatan bursa global dan regional menyusul penurunan harga minyak mentah dunia, dan
- b) Penguatan nilai tukar rupiah yang mampu mengangkat indeks LQ 45 ke zona positif.

Tujuan indeks LQ45 adalah sebagai pelengkap IHSG dan khususnya untuk menyediakan sarana yang obyektif dan terpercaya bagi analisis keuangan, manajer investasi, investor dan pemerhati pasar modal lainnya dalam memonitor pergerakan

harga dari saham-saham yang aktif diperdagangkan. Daftar perusahaan yang termasuk dalam kelompok ini terdapat dalam lampiran 1.

2.13 Penelitian Sebelumnya

Penelitian sebelumnya telah dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menguji tentang pengaruh struktur kepemilikan, *leverage*, faktor eksternal dan faktor internal terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Jakarta. Tujuan penelitian tersebut adalah untuk mengetahui dan menganalisis apakah ada pengaruh struktur kepemilikan, faktor eksternal, dan faktor internal berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, dan untuk mengetahui serta menganalisis apakah struktur kepemilikan, faktor eksternal, faktor internal dan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Adapun metode yang digunakan peneliti dalam penelitian tersebut adalah dengan menggunakan analisis *Structural Equation Modeling*. Hasil studi ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, faktor eksternal dan faktor internal berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Struktur kepemilikan, faktor eksternal, faktor internal dan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Studi ini menguji teori keagenan Jensen dan Meckling (1971), *Pecking Order Theory* Myers (1984), *Trade-off Model* dan *Signaling Theory*, Bhattacharya (1979).

Penelitian lainnya dilakukan oleh Khodijah (2006) analisis faktor-faktor determinan struktur modal dan *price earning ratio* serta pengujian terhadap harga saham studi empiris perusahaan Jakarta Islamic Index dengan pendekatan *Path Analysis*. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal baik secara langsung dan tidak langsung dalam hal struktur aktiva, *operating leverage* (DOL), total *leverage* (DCL), profitabilitas (ROI), penjualan (*sales*) dan tingkat pertumbuhan (*growth rates*), untuk menganalisis dari variabel-variabel tersebut. Variabel apa saja yang mempunyai pengaruh paling dominan terhadap struktur modal perusahaan, untuk memperoleh bukti empiris tentang faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi *price earning ratio* (PER), seperti total *leverage* (DCL), profitabilitas (ROI), penjualan (*sales*), dan tingkat pertumbuhan (*growth rates*), baik secara langsung dan tidak langsung, untuk menganalisis dari

keempat variabel tersebut, variabel apa saja yang mempunyai pengaruh paling dominan terhadap *price earning ratio* (PER) dan untuk memperoleh bukti empiris tentang faktor apa saja dari kedua faktor, yakni struktur modal dan *price earning ratio* (PER) yang mempengaruhi harga saham, serta mencari faktor apa yang dimiliki pengaruh paling dominan. Metode yang digunakan adalah dengan menggunakan *Path Analysis*. Populasi dalam penelitian tersebut adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam JII di BEJ dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Hasil studi menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah struktur aktiva dan profitabilitas yang mempunyai pengaruh paling dominan terhadap struktur modal adalah profitabilitasnya, total pengaruh dari total *leverage* dan penjualan maka total *leverage* mempunyai pengaruh yang paling dominan terhadap PER dan hasil penelitian selanjutnya yakni antara pengaruh struktur modal dan PER terhadap harga saham hasil menunjukkan bahwa kedua variabel tersebut mempunyai pengaruh.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Martono (2002). Analisis pengaruh profitabilitas industri, rasio *leverage* keuangan tertimbang dan intensitas modal tertimbang serta pangsa pasar terhadap ROA dan ROE perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Studi ini meneliti empat proksi rasio-rasio persaingan yang mempengaruhi profitabilitas perusahaan. Proksi tersebut meliputi profitabilitas industri, rasio *leverage* keuangan tertimbang dan pangsa pasar. Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia sejak 1994-1997 dengan total sampel per tahun sebanyak 41 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan menggunakan *pooling data*. Uji t dan uji F digunakan untuk menguji hipotesis penelitian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa: pertama, tiga variabel, yaitu ROA industri, intensitas modal tertimbang, dan *leverage* keuangan tertimbang terbukti berpengaruh signifikan terhadap ROA perusahaan. Kedua, tiga variabel, yaitu ROE industri, *leverage* keuangan tertimbang, dan pangsa pasar terbukti berpengaruh signifikan terhadap ROE. Ketiga, berdasarkan nilai R^2 , hasil analisis regresi ROE lebih *robust* dibandingkan hasil analisis regresi ROA. Keempat,

profitabilitas industri, terbukti superior dalam menjelaskan ROA, sedangkan variabel yang superior dalam menjelaskan ROE adalah rasio *leverage* keuangan tertimbang.

Penelitian lain dilakukan oleh Ardi Murdoko Sudarmadji dan Lana Sularto (2007). Pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, *leverage*, dan tipe kepemilikan perusahaan terhadap luas *voluntary disclosure* laporan keuangan tahunan. Penelitian tersebut bertujuan untuk menguji apakah variabel ukuran perusahaan, profitabilitas dan tipe kepemilikan perusahaan berpengaruh terhadap luas *voluntary disclosure* laporan tahunan. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu terdiri dari 8 perusahaan yang bergerak dalam manufaktur. Pengolahan dan analisis data menggunakan regresi linier berganda dengan bantuan program SPSS. Pengujian data digunakan untuk regresi linier berganda yaitu uji asumsi klasik. Hasil penelitian didapat bahwa variabel ukuran perusahaan, profitabilitas dan tipe kepemilikan perusahaan tidak berpengaruh terhadap luas *voluntary disclosure* laporan tahunan.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Nasser dan Fielyandi (2006) meneliti tentang pengaruh kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan hutang sebagai variabel *intervening* terhadap nilai perusahaan. Pengujian hipotesis menggunakan *path analysis (structural equation model)* dengan bantuan *software Amos 4.0*. Penelitian tersebut bertujuan untuk menguji apakah terdapat pengaruh ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dan menguji apakah ada pengaruh ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, profitabilitas dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Sebagai hasil penelitian didapat bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan ditemukan bahwa *size* mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap nilai perusahaan, variabel profitabilitas juga memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian dilakukan oleh beberapa peneliti, seperti Widjaya dan Emawati (2001) mengemukakan bahwa pasar modal Indonesia tergolong pasar efisien bentuk lemah. Pasar semacam ini memungkinkan terjadinya *abnormal return*.

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Krisis energi yang membayangi perekonomian global pada tahun 2008 ditandai dengan meningkatnya harga minyak dunia sampai menyentuh harga tertinggi \$170 per barrel yang kemudian mengakibatkan kenaikan inflasi yang cukup tinggi. Memasuki kuartal ketiga tahun 2008 terjadi krisis keuangan global. Krisis keuangan global dimulai dari Amerika. Berbeda dengan krisis keuangan tahun 1997 yang berdampak lokal, krisis tahun 2008 meluas ke hampir seluruh belahan dunia. Krisis global ini membuat perekonomian dunia terganggu, harga-harga komoditas merosot, akibat dunia mengurangi produksinya. Dengan terganggunya perekonomian dunia, perdagangan luar negeri Indonesia pun terganggu. Karena itu dilakukan penelitian ini, untuk mengetahui pengaruh dan hubungan struktur kepemilikan, faktor eksternal dan faktor internal terhadap keputusan pendanaan serta pengaruh struktur kepemilikan, faktor eksternal, faktor internal dan *leverage* terhadap nilai perusahaan dari perusahaan-perusahaan *bluechip* sehingga tetap dapat bertahan didalam terjangan krisis global.

Populasi dalam studi ini adalah perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di BEJ. Sedangkan berdasarkan pengambilan sampel secara *Purposive Sampling* maka dapat diperoleh sebagai berikut:

- a) Perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan mengeluarkan laporan keuangan per 31 desember pada tahun 2006-2009 berjumlah 396 perusahaan.
- b) Perusahaan yang terdaftar dan bertahan dalam LQ45 selama 2 periode, pada periode Februari 2008 – Februari 2009, yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta (Bursa Efek Indonesia) berjumlah 33 perusahaan. Perusahaan-perusahaan ini kemudian akan disebut sebagai LQ45.
- c) 40 perusahaan dari industri yang sama dengan nilai kapitalisasi pasar, total aset, total penjualan, total kewajiban, dan total *shareholder equity* yang mendekati perusahaan yang terdaftar dalam kelompok LQ45 namun tidak masuk dalam daftar LQ45. Perusahaan-perusahaan ini kemudian akan disebut

sebagai NON LQ45. Daftar perusahaan yang termasuk dalam kelompok ini terdapat dalam lampiran 2.

Dari keterangan-keterangan tersebut, maka untuk penelitian ini diperoleh sampel sebanyak 73 perusahaan.

3.2 Alur Pikir Penelitian

Struktur kepemilikan secara teoritis mempunyai hubungan dengan *leverage*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman sebab jumlah hutang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik (Sujoko, 2007).

Tingkat bunga merupakan biaya modal bagi perusahaan. Tingkat bunga yang tinggi berarti biaya penggunaan dana semakin tinggi sehingga perusahaan enggan untuk melakukan peminjaman dan selanjutnya *leverage* akan menurun (Sujoko, 2007).

Keadaan pasar modal semakin bergairah akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman karena perusahaan lebih tertarik melakukan pembiayaan melalui pasar modal sehingga *leverage* akan menurun (Sujoko, 2007).

Pertumbuhan pasar (industri) yang tinggi menunjukkan peluang pasar yang bagus sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman sehingga *leverage* akan meningkat (Sujoko, 2007).

Profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan laba yang ditahan sehingga akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman dan *leverage* akan menurun (Sujoko, 2007).

Pembayaran dividen yang meningkat akan mengurangi laba yang ditahan sehingga sumber dana internal akan menurun dan perusahaan akan tertarik melakukan peminjaman dan *leverage* akan meningkat (Sujoko, 2007).

Ukuran perusahaan menunjukkan aktifitas perusahaan yang dimiliki perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar aktiva yang bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh hutang sehingga *leverage* akan meningkat (Sujoko, 2007).

Kepemilikan institusional akan mendorong para pemilik perusahaan untuk melakukan peminjaman kepada manajemen, sehingga manajemen terdorong untuk meningkatkan kinerjanya. Dengan meningkatnya kinerja manajemen, nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko, 2007).

Kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan (Sujoko, 2007).

Tingkat bunga yang tinggi akan mengurangi minat investor untuk menginvestasikan dananya ke pasar modal sehingga aktivitas perdagangan akan menurun dan nilai perusahaan akan menurun (Sujoko, 2007).

Pertumbuhan pasar (industri) menunjukkan kinerja perusahaan membaik sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko, 2007).

Profitabilitas yang tinggi akan menunjukkan prospek perusahaan yang baik sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan meningkat. *Signaling theory*, Bhattacharya (1979) mengemukakan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko, 2007).

Pembayaran dividen yang semakin meningkat menunjukkan prospek perusahaan semakin bagus sehingga investor akan tertarik untuk membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko, 2007).

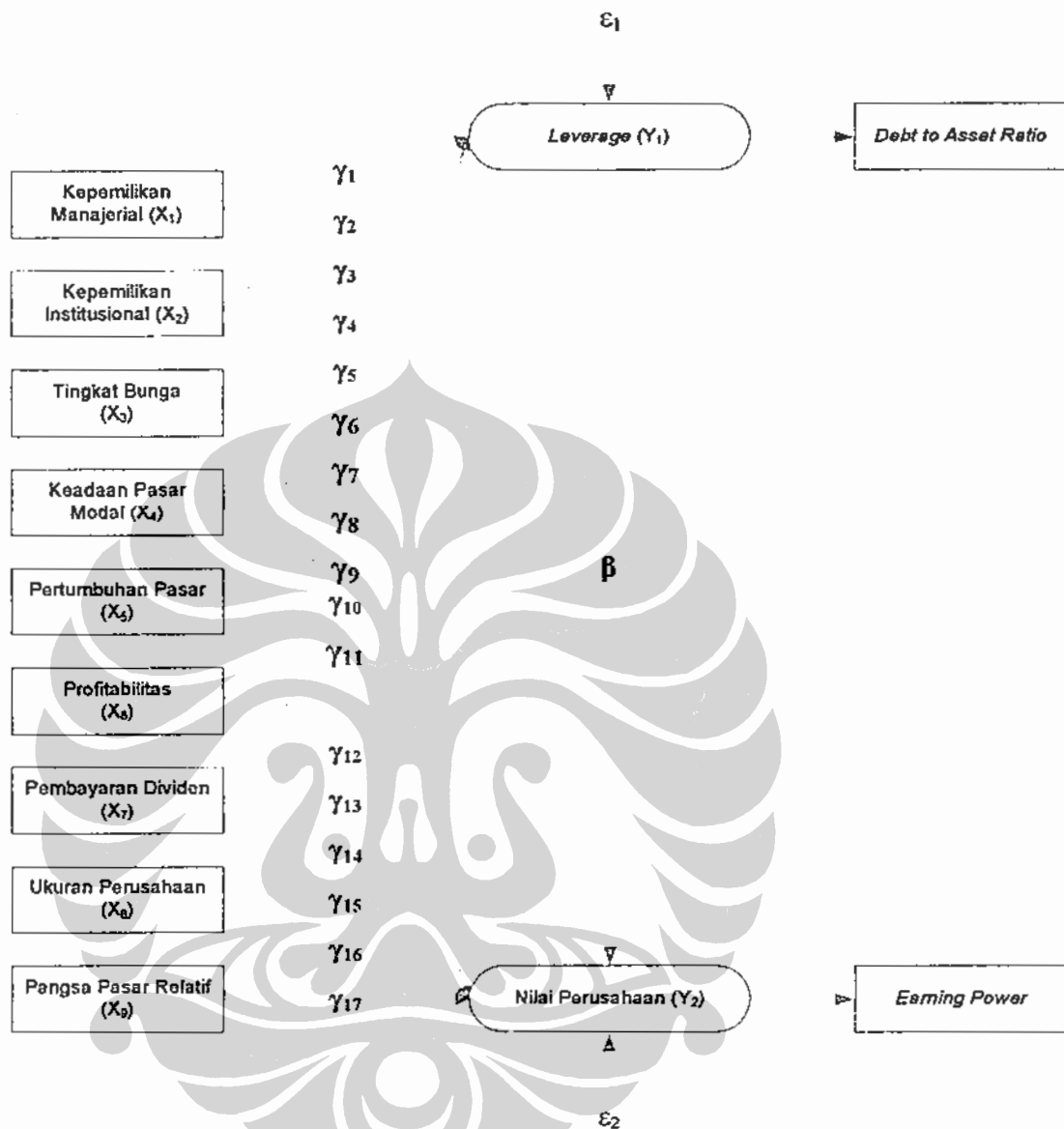
Ukuran perusahaan yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Investor akan merespon positif sehingga nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko, 2007).

Besarnya pangsa pasar relatif menunjukkan posisi perusahaan dalam industri yang digelutinya. Semakin besar pangsa pasar relatif suatu perusahaan maka investor akan merespon positif sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Sujoko, 2007).

Leverage yang semakin tinggi menimbulkan *financial distress* sehingga nilai perusahaan akan menurun. *Balancing theory* (1976), Stiglitz (1976) menyatakan bahwa ada keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan dalam kaitannya dengan hutang (Sujoko, 2007).

Berdasarkan perumusan masalah dan tujuan penelitian yang disesuaikan dengan konsep jalur, maka secara sistematis dapat dibuat kerangka pemikiran sebagai berikut:





Gambar 3.1 Alur Pikir Penelitian

Keterangan:

- β : koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel endogen ke variabel endogen
- γ : koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel eksogen ke variabel endogen
- ε : *error term* yang berkaitan dengan variabel laten endogen

Bentuk persamaan struktural sebagai berikut:

$$Y_1 = \gamma_1 X_1 + \gamma_2 X_2 + \gamma_3 X_3 + \gamma_4 X_4 + \gamma_5 X_5 + \gamma_6 X_6 + \gamma_7 X_7 + \gamma_8 X_8 + \gamma_9 X_9 + \varepsilon_1 \quad (3.1)$$

$$Y_2 = \gamma_{10} X_1 + \gamma_{11} X_2 + \gamma_{12} X_4 + \gamma_{13} X_5 + \gamma_{14} X_6 + \gamma_{15} X_7 + \gamma_{16} X_8 + \gamma_{17} X_9 + \varepsilon_2 \quad (3.2)$$

$$Y_2 = \beta Y_1 + \varepsilon_2 \quad (3.3)$$

Pada persamaan struktural pertama, X_1 (Kepemilikan Manajerial), X_2 (Kepemilikan Institusional), X_3 (Tingkat Bunga), X_4 (Keadaan Pasar Modal), X_5 (Pertumbuhan Pasar), X_6 (Profitabilitas), X_7 (Pembayaran Dividen), X_8 (Ukuran Perusahaan), X_9 (Pangsa Pasar Relatif) merupakan variabel eksogen, Y_1 (*Leverage*) sebagai variabel endogen, ε_1 merupakan residual variabel yang berkaitan dengan variabel endogen, dan $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4, \gamma_5, \gamma_6, \gamma_7, \gamma_8,$ dan γ_9 merupakan koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel eksogen ke variabel endogen. Pada persamaan struktural kedua X_1 (Kepemilikan Manajerial), X_2 (Kepemilikan Institusional), X_4 (Keadaan Pasar Modal), X_5 (Pertumbuhan Pasar), X_6 (Profitabilitas), X_7 (Pembayaran Dividen), X_8 (Ukuran Perusahaan), X_9 (Pangsa Pasar Relatif) merupakan variabel eksogen, Y_2 (Nilai Perusahaan) sebagai variabel endogen, ε_2 merupakan residual variabel yang berkaitan dengan variabel endogen, dan $\gamma_{10}, \gamma_{11}, \gamma_{12}, \gamma_{13}, \gamma_{14}, \gamma_{15}, \gamma_{16},$ dan γ_{17} merupakan koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel eksogen ke variabel endogen. Pada persamaan struktural ketiga Y_1 (Struktur Modal) dan Y_2 (Nilai Perusahaan) sebagai variabel endogen, β (beta) yaitu koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel endogen *Leverage* (Y_1) ke variabel endogen Nilai Perusahaan (Y_2). Sedangkan ε_2 merupakan residual variabel yang berkaitan dengan variabel endogen.

Awal penelitian ini dilakukan dengan mengamati perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam Bursa Efek Indonesia dan memilih perusahaan-perusahaan yang bertahan selama 2 periode berturut-turut pada daftar perusahaan yang terdaftar dalam LQ45. Selanjutnya dari perusahaan tersebut peneliti mengambil data laporan keuangan akhir tahun per 31 Desember 2006, 2007, dan 2008 berupa data struktur kepemilikan, *operating profit margin* (OPM), *dividend payout ratio* (DPR), total aset, total penjualan perusahaan, total penjualan pesaing utama, total penjualan industri,

debt-to-asset ratio (DAR), harga saham, dan jumlah saham beredar. Selain itu, peneliti juga mengambil data tingkat bunga serta volume penjualan bursa saham pada akhir tahun yang merupakan data untuk variabel faktor eksternal dari SEKI BI. Data tersebut akan diolah untuk mendapatkan variabel-variabel yang diperlukan dalam penelitian. Dalam penelitian ini melibatkan variabel laten dan beberapa indikator sebagai variabel *manifest*. Variabel laten merupakan variabel yang tidak bisa diukur secara langsung dan memerlukan beberapa indikator sebagai proksi. Sedangkan variabel *manifest* adalah variabel yang secara langsung dapat diukur.

Variabel laten terdiri dari variabel endogen dan variabel eksogen. Variabel endogen dalam penelitian ini diantaranya adalah *Leverage* (Y_1), dan Nilai Perusahaan (Y_2). Sedangkan variabel eksogen antara lain adalah Kepemilikan saham manajerial (X_1), Kepemilikan saham institusional (X_2), Tingkat Bunga (X_3), Keadaan pasar modal, (X_4), Pertumbuhan pasar (X_5), Profitabilitas (X_6), Pembayaran Dividen (X_7), Ukuran Perusahaan (X_8), dan Pangsa pasar relatif (X_9).

Setelah variabel eksogen tersebut diperoleh maka dilakukan pengujian dengan menggunakan metode *structural equation modeling* (SEM), metode ini dibantu dengan menggunakan program AMOS versi 6.0.

3.3 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kajian pustaka, hasil penelitian terdahulu, dan alur pikir penelitian yang telah dijabarkan sebelumnya, dapat ditarik inferensi terhadap masalah penelitian dalam bentuk hipotesis alternatif sebagai jawaban sementara penelitian. Berikut merupakan hipotesis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini:

- H_{o1} : Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{a1} : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{o2} : Kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{a2} : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{o3} : Tingkat bunga tidak berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{a3} : Tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{o4} : Perkembangan pasar modal tidak berpengaruh negatif terhadap *leverage*

- H_{a4} : Perkembangan pasar modal berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{o5} : Pertumbuhan Pasar tidak berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H_{a5} : Pertumbuhan Pasar berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H_{o6} : Profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{a6} : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H_{o7} : Pembayaran dividen tidak berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H_{a7} : Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H_{o8} : Ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H_{a8} : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H_{o9} : Pangsa pasar relatif tidak berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H_{a9} : Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H_{o10} : Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{a10} : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{o11} : Kepemilikan institusional tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{a11} : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{o12} : Perkembangan pasar modal tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{a12} : Perkembangan pasar modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{o13} : Pertumbuhan Pasar tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{a13} : Pertumbuhan Pasar berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{o14} : Profitabilitas tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{a14} : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{o15} : Pembayaran dividen tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{a15} : Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{o16} : Ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{a16} : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{o17} : Pangsa pasar relatif tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{a17} : Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H_{o18} : *Leverage* tidak berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan
- H_{a18} : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

3.4 Sumber dan Periode Data

Untuk memperoleh hasil penelitian yang diharapkan, dibutuhkan data dan informasi yang mendukung penelitian ini. Data yang digunakan merupakan data sekunder. Informasi yang dibutuhkan peneliti diperoleh dari:

a) Penelitian Laporan

- Laporan keuangan 31 Desember 2006, 31 Desember 2007, 31 Desember 2008.
- Harga saham akhir tahun pada tahun 2007 sampai dengan tahun 2009.
- Rata-rata tingkat bunga modal kerja akhir bulan dan rata-rata tingkat bunga investasi akhir bulan dari Bank Umum untuk tahun 2007 dan tahun 2008.

b) Metode Kepustakaan

Penelitian ini juga dilakukan melalui studi kepustakaan seperti buku, jurnal, literatur, *website* dan lain-lain yang berhubungan dengan penelitian ini.

3.5 Metode Pengolahan Data

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan model persamaan struktural atau *structural equation modeling* (SEM). Pengolahan data dilakukan sebanyak 3 kali untuk membandingkan kelompok perusahaan yang termasuk dalam LQ45 dengan perusahaan yang tidak termasuk ke dalam LQ45 serta gabungan antara keduanya. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan *path analysis*. Melalui *path analysis* dapat diketahui hubungan antar variabel yang digunakan pada penelitian ini.

Keunggulan SEM dibandingkan dengan metode lainnya adalah (Ghozali, 2005):

- a. Dapat mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung dari suatu variabel ke variabel lainnya, bahkan pengaruh yang bersifat timbal balik (resiprokal)
- b. Memperhitungkan pengukuran kesalahan di dalam proses estimasi

- c. Dapat digunakan untuk mengetahui indikator pembentuk suatu variabel, menguji validitas dan reliabilitas suatu instrumen, serta mengkonfirmasi ketepatan model.

3.5.1 Identifikasi Variabel

3.5.1.1 Variabel Endogen

Variabel endogen (*dependen*) adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel eksogen dan merupakan variabel antara. Terdapat dua variabel endogen dalam penelitian yaitu: *Leverage* dan Nilai Perusahaan.

3.5.1.2 Variabel Eksogen

Variabel Eksogen (*independen*) adalah variabel yang diduga secara bebas berpengaruh terhadap variabel endogen. Pada penelitian ini, yang merupakan variabel eksogen adalah Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Tingkat Bunga, Keadaan Pasar Modal, Pertumbuhan Pasar, Profitabilitas, Pembayaran Dividen, Ukuran Perusahaan, Pangsa Pasar Relatif.

3.5.1.3 Variabel *Manifest* (variabel *observed* / indikator)

Variabel *Manifest* (variabel *observed*/indikator) adalah variabel yang dapat diukur secara langsung. variabel *manifest* dalam penelitian ini meliputi struktur kepemilikan saham manajerial, struktur kepemilikan institusional, tingkat bunga, keadaan pasar modal, pertumbuhan pasar, profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan, pangsa pasar relatif, *debt to asset ratio* (DAR), dan *earning power*.

3.5.2 *Structural Equation Modeling* (SEM)

Model persamaan struktural (*structural equation modeling*) merupakan gabungan dari dua metode statistik yang terpisah yaitu analisis faktor yang dikembangkan di psikometri dan model persamaan simultan yang dikembangkan di ekonometrika. SEM adalah generasi kedua teknik analisis multivariate (Bagozzi dan Fornell 1982) yang memungkinkan peneliti untuk menguji hubungan antara variabel yang kompleks baik *recursive* maupun *non recursive* untuk memperoleh gambaran menyeluruh mengenai keseluruhan model.

Selain itu menurut Bollen (1989), SEM juga dapat menguji secara bersama-sama:

- a. Model struktural. Yaitu hubungan antara variabel laten baik variabel laten endogen maupun eksogen.
- b. Model *measurement*. Yaitu hubungan (nilai *loading*) antar indikator dengan variabel latennya.

Dengan adanya pengujian model struktural dan pengukuran memungkinkan peneliti untuk menguji kesalahan pengukuran (*measurement error*) sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari *Structural Equation Modeling* dan melakukan analisis faktor bersamaan dengan pengujian hipotesis.

3.5.2.1 Proses *Structural Equation Modeling*

Proses *Structural Equation Modeling* mencakup beberapa langkah yang harus dilakukan antaranya adalah:

a) **Konseptualisasi Model**

Tahap ini berhubungan dengan pengembangan hipotesis berdasarkan teori sebagai dasar dalam menghubungkan variabel laten dengan variabel laten lainnya, dan juga dengan indikator-indikatornya. Teori dalam konseptualisasi model bukan hanya berasal dari para akademisi, tetapi juga dapat berasal pengalaman dan praktik yang diperoleh dari para praktisi. Selain itu konseptualisasi model juga harus merefleksikan pengukuran variabel laten melalui berbagai indikator yang dapat diukur.

b) **Penyusunan Diagram Jalur**

Tahap ini akan memudahkan dalam memvisualisasikan hipotesis yang telah diajukan dalam konseptualisasi model. *Path diagram* merupakan representasi grafis mengenai bagaimana beberapa variabel pada suatu model berhubungan satu sama lain, yang memberikan suatu pandangan menyeluruh mengenai struktur model.

c) **Spesifikasi Model**

Tahap ketiga ini memungkinkan penggambaran sifat dan jumlah parameter yang diestimasi.

d) **Identifikasi Model**

Informasi yang diperoleh dari data yang diuji untuk menentukan apakah cukup untuk mengestimasi parameter dalam model, disini dapat diperoleh nilai yang

unik untuk seluruh parameter dari data yang ada. Untuk menentukan apakah model yang digunakan memiliki masalah pengidentifikasian atau tidak, maka harus dipenuhi keadaan $t \leq s/2$ (Ghozali, 2005), dengan:

t : jumlah parameter yang diestimasi

s : jumlah varians dan kovarians antara variabel *manifest* (*observed/manifest*) yang merupakan $(p+q)(p+q+1)$

p : jumlah variabel y (indikator variabel endogen)

q : jumlah variabel x (indikator variabel eksogen)

Jika $t \geq 2$, maka model tersebut adalah *unidentified*. Masalah ini dapat terjadi pada SEM saat informasi yang terdapat pada data empiris (varians dan kovarians variabel *manifest*) tidak cukup untuk menghasilkan solusi yang unik untuk memperoleh parameter model. Masalah *unidentified* tersebut dapat diatasi dengan mengkonstraint model dengan cara menambah indikator (variabel *manifest*) ke dalam model, menentukan parameter tambahan menjadi 0 dan mengasumsikan bahwa parameter yang satu dengan parameter yang lain sama.

Jika $t = s/2$, maka model disebut *just-identified*, sehingga solusi yang unik, tunggal, dapat diestimasi untuk mengestimasi parameter. Pada model yang *just-identified*, seluruh informasi yang tersedia telah digunakan untuk mengestimasi parameter, sehingga tidak ada informasi yang tersisa untuk menguji model (derajat kepercayaan adalah 0).

Jika $t < s/2$, maka model tersebut adalah *over-identified*. Dalam hal ini lebih dari satu estimasi masing-masing dapat diperoleh (karena jumlah persamaan yang tersedia melebihi jumlah parameter yang diestimasi).

e) Estimasi Parameter

Pada tahap ini dilakukan pengujian signifikansi yaitu menentukan apakah parameter yang dihasilkan secara signifikan berbeda dari nol. Estimasi parameter dalam AMOS mempunyai tiga informasi yang berguna yaitu koefisien *path*, standar error, dan nilai *p-value*. Koefisien *path* digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel eksogen terhadap variabel endogen. Standar error yang digunakan untuk mengukur ketepatan dari setiap estimasi parameter. Untuk mengetahui signifikan

tidaknya hubungan antara variabel laten maupun antara variabel laten dengan indikatornya, maka nilai *p-value* harus lebih kecil dari 0.05.

f) Penilaian Model Fit

Goodness of fit mengukur kesesuaian input observasi atau matrik kovarian (korelasi) dengan prediksi dari model yang diajukan.

1. Uji Keseluruhan

Salah satu tujuan dari *Structural Equation Modeling* adalah menentukan apakah model *plausible* (masuk akal) atau fit. Suatu model penelitian dikatakan baik, apabila memiliki model fit yang baik pula. Tingkat kesesuaian model secara keseluruhan terdiri dari:

- *Absolute Fit Measures*

Absolut fit Measures digunakan untuk memiliki kesesuaian model secara keseluruhan (baik model pengukuran maupun model struktural), tanpa menyesuaikan kepada *degree of freedom*-nya. Indikator-indikator dalam *absolut fit Measures* adalah sebagai berikut:

- *Chi-Square* dan Probabilitas

Chi-square merupakan ukuran mengenai buruknya fit suatu model. Nilai *Chi-square* sebesar nol menunjukkan bahwa model memiliki fit yang sempurna (*perfectly fit*). Nilai *chi-square* yang signifikan (kurang dari 0.05) menunjukkan bahwa data empiris yang diperoleh memiliki perbedaan dengan teori yang telah dibangun berdasarkan *structural equation modeling*. Sedangkan probabilitas adalah untuk memperoleh penyimpangan (deviasi) besar yang ditunjukkan oleh *chi-square*. Nilai probabilitas yang tidak signifikan ($p \geq 0$) adalah yang diharapkan, yang menunjukkan bahwa data empiris sesuai dengan model.

Nilai probabilitas *chi-square* memiliki permasalahan yang fundamental dalam validitasnya. Menurut Cochran (1952) dalam Ghozali (2005) probabilitas ini sangat sensitif terhadap terjadinya ketidaksesuaian antara data dengan teori (model) sangat dipengaruhi oleh besarnya ukuran sampel. Jika ukuran sampel kecil, maka *chi-square* ini akan

menunjukkan data secara signifikan tidak berbeda dengan model dan teori-teori yang mendasarinya. Sedangkan jika ukuran sampel adalah besar, maka uji *chi-square* akan menunjukkan bahwa data secara signifikan berbeda dengan teori, meskipun perbedaan tersebut adalah sangat kecil

– *Normed Chi-Square (X^2/df)*

Normed Chi-Square (X^2/df) merupakan indikator *goodness of fit* adalah rasio perbandingan antara nilai *chi-square* dengan *degree of freedom*. Menurut Wheaton (1977) dalam Ghozali (2005) *cut-off* model fit sebesar 5 dan sedikit lebih tinggi daripada yang dianjurkan oleh Carmines dan Mever (1981) dalam Ghozali (2005) yaitu sebesar 2).

– *Goodness of Fit Indices (GFI)*

Goodness of Fit Indices (GFI) merupakan suatu ukuran mengenai ketepatan model dalam menghasilkan *observed* matriks kovarians. Nilai GFI ini harus berkisar antara 0 dan 1. Menurut Diamantopaulus dan Siguaw (2000) dalam Ghozali (2005), nilai GFI yang lebih besar dari 0.9 menunjukkan fit suatu model yang baik.

– *Root Mean Square Errors of Approximation (RMSEA)*

Ukuran model fit telah lama diperkenalkan oleh Steiger dan Lind pada tahun 1980. Nilai RMSEA yang kurang daripada 0.05 mengindikasikan adanya model fit, dan nilai RMSEA yang berkisar antara 0.08 menyatakan bahwa model memiliki perkiraan permasalahan yang *reasonable* (Byrne, 1998 dalam Ghozali, 2005). Sedangkan menurut Maccallum et.al (1996) dalam Ghozali (2005) menyatakan bahwa model memiliki nilai yang cukup fit jika RMSEA berkisar 0.08 sampai dengan 0.1 dan jika RMSEA lebih besar dari 0.1 mengindikasikan model memiliki nilai fit yang jelek.

P-value for test of Close juga merupakan indikator yang menilai fit atau tidaknya suatu model yang dapat dilihat dari kedekatannya

terhadap model fit. Joreskog (1996) dalam Ghozali (2005) menganjurkan bahwa *P-value for test of Close* (RMSEA < 0.05) haruslah lebih besar daripada 0.5 sehingga mengindikasikan bahwa model adalah fit.

- *Incremental Fit Measures*

Incremental Fit Measures membandingkan *proposed* model dengan *baseline* model yang sering disebut dengan *null model*. Indikator-indikator dari *Incremental Fit Measures* diantaranya adalah:

- *Adjusted Goodness of Fit Index* (AGFI)

AGFI merupakan pengembangan dari GFI yang disesuaikan dengan rasio *degree of freedom* untuk *proposed* model dengan *degree of freedom* untuk *null model*. Nilai yang direkomendasikan adalah sama dengan atau lebih besar dari 0.90.

- *Tucker-Lewis Index* (TLI)

Dikenal juga dengan *Non-Normed Fit Index* (NNFI) digunakan untuk mengatasi permasalahan yang timbul akibat kompleksitas model. Nilai TLI berkisar antara 0 sampai dengan 1. Model dikatakan fit apabila nilai TLI adalah sama dengan atau lebih besar dari 0.90.

- *Normed Fit Index* (NFI)

Normed Fit Index (NFI) yang ditemukan oleh Bentler dan Bonetts (1980), merupakan salah satu alternatif untuk menentukan model fit. Namun, karena NFI memiliki tendensi untuk merendahkan fit dalam sampel yang kecil, sehingga merevisi index ini dengan nama *Comparative Fit Index* (CFI). Nilai NFI berkisar antara 0 dan 1. Tetapi suatu model dikatakan fit apabila memiliki nilai NFI sama dengan atau lebih besar dari 0.9 (Bentler, 1992).

- *Comparative Fit Index* (CFI)

Comparative Fit Index (CFI) suatu model dikatakan fit apabila memiliki *Comparative Fit Index* (CFI) dengan nilai sama dengan atau lebih besar dari 0.90. (Bentler, 1992 dalam Ghozali, 2005).

- *Parsimonius Fit Measures*

Ukuran ini menghubungkan *goodness-of-fit* model dengan sejumlah koefisien estimasi yang diperlukan untuk mencapai level fit. Tujuannya adalah untuk mendiagnosa apakah model fit telah tercapai dengan 'overfitting' data yang memiliki banyak koefisien.

- *Parsimony Normed Fit Index (PNFI)*

PNFI memasukkan jumlah *degree of freedom* yang digunakan untuk mencapai level fit. Semakin tinggi nilai PNFI lebih baik. Kegunaan utama dari PNFI adalah untuk membandingkan model dengan *degree of freedom* yang berbeda. Nilai PNFI berkisar antara 0.60 sampai dengan 0.90 menunjukkan model yang lebih fit.

- *Parsimony Goodness of Fit Index (PGFI)*

Parsimony Goodness of Fit Index (PGFI) yang diperkenalkan oleh Mulaik et.al. (1998) dalam Ghazali (2005). PGFI telah menyesuaikan adanya dampak dari *degree of freedom* dan kompleksitas model. Model yang baik apabila memiliki nilai PGFI antara 0 sampai dengan 1.

Tabel 3.1 Standar penilaian model fit

Pengukuran	Cut off
<i>Absolute Fit</i>	
<i>Chi-square</i>	Chi-square < χ^2 tabel df 1 = 3.84
<i>p-value</i>	≥ 0.05
<i>Normed chi-square</i>	< 2
GFI	≥ 0.90
RMSEA	≤ 0.08
<i>Incremental Fit</i>	
AGFI	≥ 0.90
TLI	≥ 0.90
NFI	≥ 0.90

Tabel 3.1 Standar penilaian model fit

Pengukuran	Cut off
CFI	≥ 0.90
<i>Parsimonious Fit</i>	
<i>PNFI</i>	0.60 – 0.90
<i>PGFI</i>	0 – 1

Sumber: Ghozali, 2005

2. Uji *Individual Measurement Model*

Bila Kecocokan model secara keseluruhan telah terpenuhi, selanjutnya adalah memperhatikan kecocokan *measurement model* untuk setiap model. Bila model telah memenuhi kriteria yang ditetapkan pada uji keseluruhan, maka langkah selanjutnya menguji setiap *construct* secara terpisah, dengan Uji signifikansi setiap indikator dengan menggunakan *p-value* sebagai indikator. Variabel indikator dikatakan signifikan apabila *p-value* yang diperoleh maksimal sebesar 0.05 untuk taraf $\alpha = 5\%$.

3. Uji Individual Struktural Model

Langkah selanjutnya adalah menguji model struktural. Pada pengujian ini terdapat dual hal yang harus dilakukan, yaitu:

- Uji koefisien gamma dan beta
Seperti halnya uji signifikansi untuk indikator, parameter Gamma atau Beta dikatakan signifikan apabila *p-value* yang diperoleh maksimal sebesar 0.05 untuk taraf $\alpha = 5\%$.
- Uji keseluruhan *structural model*
Untuk menilai kebaikan dari keseluruhan *structural model*, nilai *Squared Multiple Correlation* (R^2) perlu diperhatikan. Semakin besar nilai tersebut semakin baik model yang dihasilkan.

g) Modifikasi Model

Modifikasi model dilakukan jika hasil yang diperoleh tidak fit. Model yang tidak fit dapat dilihat dari beberapa indikator *goodness of fit* yang tidak menunjukkan batas dan syarat tertentu misalkan nilai *p* yang lebih kecil dari 0.05 sehingga

menunjukkan model tidak fit padahal model dikatakan fit apabila memiliki p yang tidak signifikan (lebih besar dari 0.05). Ketika model telah dinyatakan diterima, maka peneliti dapat mempertimbangkan dilakukannya modifikasi model untuk memperbaiki penjelasan teoritis atau *goodness of fit*. Modifikasi dari model awal harus dilakukan setelah dikaji banyak pertimbangan. Jika model dimodifikasi, maka model tersebut harus di *cross-validate* (diestimasi dengan data terpisah) sebelum model modifikasi diterima. Pengukuran model dapat dilakukan dengan *modification indices*. Nilai *modification indices* sama dengan terjadinya penurunan *Chi-squares* jika koefisien diestimasi. Nilai sama dengan atau > 3.84 menunjukkan telah terjadi penurunan *chi-squares* secara signifikan.

h) Validasi Silang Model

Validasi silang model merupakan tahap terakhir dari analisis SEM yaitu menguji fit tidaknya model terhadap suatu data baru (validasi sub-sampel yang diperoleh melalui pemecahan sampel). Validasi silang ini penting apabila terdapat modifikasi yang substansial yang dilakukan terhadap model asli yang dilakukan pada tahap sebelumnya.

3.5.2.2 Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis pada SEM dilakukan terhadap seluruh hipotesis penelitian yang telah dikemukakan pada bagian sebelumnya.

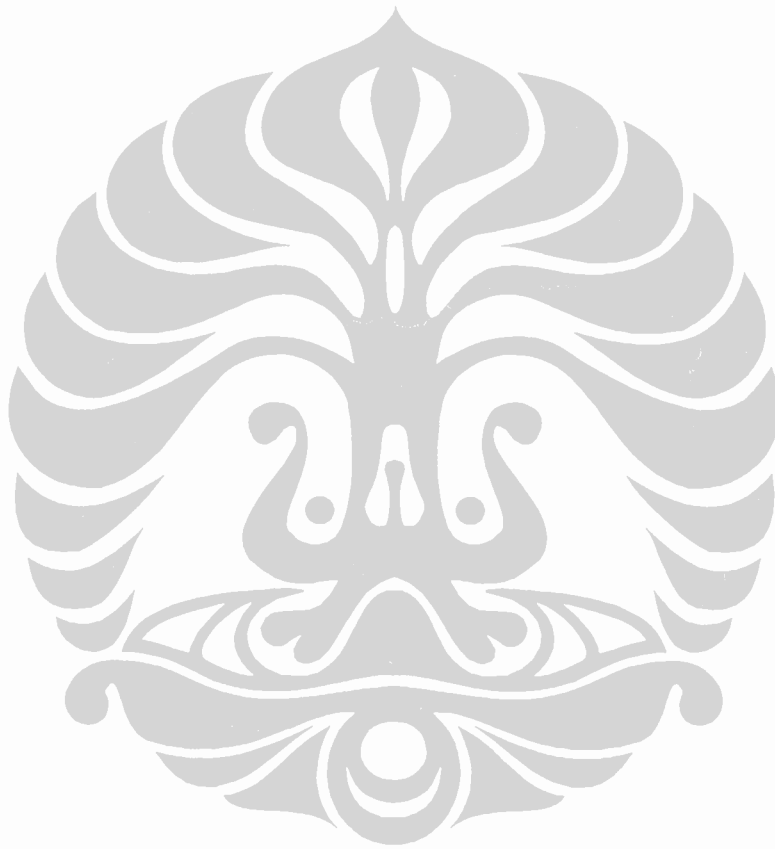
3.5.2.3 Uji Signifikansi

Uji signifikansi dapat dilakukan dengan cara melihat jalur-jalur pada model pengukuran dan model struktural yang signifikan. Pada model pengukuran, jalur-jalur (pengaruh) yang dapat dilihat adalah pengaruh yang menghubungkan antara variabel laten dan indikatornya, apakah mempunyai tingkat signifikan terhadap variabel latennya atau tidak. Uji signifikan pada model pengukuran bertujuan untuk menentukan kemampuan suatu indikator dalam mengukur variabel latennya. Pada model struktural pengaruh dapat dilihat dari pengaruh yang menghubungkan antara variabel eksogen dengan variabel endogen dan antara variabel endogen dengan

variabel endogen. Untuk mengetahui jalur-jalur hubungan dapat dilihat uji koefisien secara parsial. Uji secara parsial terhadap koefisien *path* pada setiap jalur model pengukuran maupun struktural dapat ditunjukkan dari *p-value* (nilai *p*) sebagai berikut:

Jika *p-value* < 0.05, maka terdapat koefisien jalur yang signifikan.

Jika *p-value* > 0.05, maka tidak terdapat koefisien jalur yang signifikan.



BAB 4
ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Deskriptif

4.1.1 Deskripsi Analisis Data

Analisis data dilakukan pada seluruh objek penelitian baik keseluruhan maupun masing-masing kelompok objek penelitian. Sampel data mentah yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada lampiran 4.

4.1.1.1 Gabungan LQ45 dan NON LQ45

Berikut merupakan deskripsi statistik dari keseluruhan objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 4.1 Deskripsi analisis data seluruh objek penelitian

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Manajerial	146	0.000	0.762	0.012	0.089
Kepemilikan Institusional	146	0.000	0.998	0.596	0.211
Tingkat Bunga	146	0.133	0.141	0.138	0.005
Pasar Modal	146	33.423	33.640	32.128	1.200
Pertumbuhan Pasar	146	0.031	0.591	0.277	0.145
Profitabilitas	146	-0.120	1.550	0.242	0.318
Pembayaran Dividen	146	0.000	0.903	0.154	0.189
Ukuran Perusahaan	146	24.512	33.513	29.708	1.800
Pangsa Pasar Relatif	146	0.000	1.000	0.377	0.342
<i>Leverage</i>	146	0.004	0.950	0.583	0.258
Nilai Perusahaan	146	-11.425	9.339	0.835	2.506
Valid N (listwise)	146				

Berdasarkan tabel 4.1 di atas, proporsi kepemilikan manajerial paling kecil pada seluruh objek penelitian adalah 0%. Hal ini berarti 100% saham dimiliki oleh institusi dan/atau publik. Perusahaan-perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajerial 0% ini antara lain adalah Astra Agro Lestari, Central Proteinprima, Bakrie Sumatera Plantations, PP London Sumatera, Sampoema Agro, Bisi Internasional, Inti Agri Resources, Charoen Pokphand, JAPFA, Malindo Feedmill,

Bank Central Asia, Bank Negara Indonesia, Bank Rakyat Indonesia, Bank Danamon, Bank Mandiri, Bank CIMB Niaga, Bank Internasional Indonesia, Bank Panin, Bank Permata, Bank Mega, Bank Bukopin, Bank Artha Graha Internasional, Bank Victoria Internasional, Truba Alam Manunggal Engineering, Darma Henwa, Bakrie & Brothers, Global Mediacom, Polaris Investama, Astra Internasional, Indofood Sukses Makmur, Indah Kiat Pulp and Papers, Holcim Indonesia, United Tractors, SMART, Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Indocement Tunggul Prakarsa, Davomas Abadi, Gajah Tunggul, Semen Gresik, Fajar Surya Wisesa, Aneka Tambang, Bumi Resources, International Nickel Indonesia, Medco, Perusahaan Gas Negara, Tambang Batubara Bukit Asam, Timah, ATPK Resources, Indo Tambangraya Megah, Sugih Energy, Central Korporindo Internasional, Citatah Industri Marmer, Ciputra Development, Kawasan Industri Jababeka, Lippo Karawaci, Bakrieland Development, Ciputra Surya, Bakrie Telecom, Indosat, Telekomunikasi Indonesia, Excelcomindo, Mobile-8 Telecom dan Mitra Rajasa pada tahun 2007 dan 2008. Pada tahun 2008, Adhi Karya dan Astra Otoparts tidak terdapat kepemilikan manajerial seperti pada tahun sebelumnya. Kepemilikan manajerial terbesar adalah 76.2% yang dimiliki oleh Perdana Karya Perkasa pada tahun 2007 dan 2008.

Proporsi kepemilikan institusional paling rendah adalah 0%. Hal ini berarti 100% saham dimiliki oleh manajemen dan/atau publik. Perusahaan-perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajerial 0% ini antara lain adalah JAPFA pada tahun 2007, Holcim Indonesia, dan Perdana Karya Perkasa pada tahun 2007 dan 2008. Kepemilikan institusional terbesar adalah 99.8% yang terdapat pada Excelcomindo di tahun 2008.

Tingkat Bunga 13.3% adalah tingkat bunga pada tahun 2008. Sedangkan tingkat bunga yang berlaku pada tahun 2007 adalah sebesar 14.1%.

Nilai ln penjualan pasar modal pada akhir tahun 2007 adalah sebesar 33.423 dan angka ini menjadi angka yang paling rendah. Sedangkan pada tahun 2008, nilai ln penjualan pasar modal pada akhir tahun adalah sebesar 33.640.

Pertumbuhan pasar paling rendah, 3.1%, terjadi pada industri perbankan pada tahun 2007. Industri jasa transportasi mengalami pertumbuhan terbesar, yaitu 59.1% pada tahun 2008.

Pada tahun 2008 Bank CIMB Niaga mengalami kerugian sebesar 12% dan ini merupakan angka untuk variabel profitabilitas yang paling rendah. Keuntungan terbesar diperoleh oleh Mobile-8 Telecom pada tahun 2008 yang menyentuh angka 150%.

Pembayaran dividen sebesar 0% berarti bahwa perusahaan tersebut tidak membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Hal ini terjadi pada beberapa perusahaan seperti JAPFA, Bank Panin, Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Energi Mega Persada, Medco, Perusahaan Gas Negara, Indosat, Mobile-8 Telecom, dan Mitra Rajasa pada tahun 2007. Inti Agri Resources, Charoen Pokphand, Indah Kiat Pulp and Papers, Gajah Tunggal, Fajar Surya Wisesa, International Nickel Indonesia, Tambang Batubara Bukit Asam, Sugih Energy, dan Bakrie Telecom juga tidak membagikan dividen pada tahun 2008. Sedangkan Central Proteinaprima, Truba Alam Manunggal Engineering, Bakrie & Brothers, Ciputra Development, dan Kawasan Industri Jababeka selama dua tahun berturut-turut tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Ukuran perusahaan paling rendah, dengan nilai ln total aset sebesar 24.512 dimiliki oleh Sugih Energi pada tahun 2008. Bank Mandiri merupakan perusahaan dengan nilai ln total aset terbesar, yaitu 33.513 pada tahun 2008.

Pangsa pasar relatif paling kecil, sebesar 0%, dimiliki oleh ATPK Resources pada tahun 2007 dan 2008. Angka 1 pada pangsa pasar relatif menunjukkan bahwa perusahaan tersebut adalah *market leader* dalam industrinya. Pada tahun 2007 dan 2008, Central Proteinaprima merupakan *market leader* dalam industri *Agriculture, Forestry and Fishing*. Charoen Pokphand merupakan *market leader* dalam industri *Animal Feed and Husbandry*. Bank Mandiri merupakan *market leader* dalam industri perbankan. Adhi Karya merupakan *market leader* dalam industri konstruksi. Indofood Sukses Makmur merupakan *market leader* dalam industri *manufaktur-food processing*. Indah Kiat Pulp and Papers merupakan *market leader* dalam industri

manufaktur-produk *pulp and papers*. Lippo Karawaci merupakan *market leader* dalam industri real estate dan properti. Bakrie & Brothers merupakan *market leader* dalam industri *Holding and Other Investment Companies*. Bumi Resources merupakan *market leader* dalam industri pertambangan dan jasa pertambangan pada tahun 2008. Telekomunikasi Indonesia merupakan *market leader* dalam industri telekomunikasi pada tahun 2008. Berlian Laju Tanker merupakan *market leader* dalam industri jasa transportasi pada tahun 2008.

Tingkat hutang paling rendah dimiliki oleh Inti Agri Resources pada tahun 2008 dengan angka 0.4%. Sedangkan Malindo Feedmill menggunakan 95% hutang sebagai sumber modalnya pada tahun 2008.

Nilai perusahaan paling rendah dimiliki oleh Truba Alam Manunggal Engineering pada tahun 2007 dengan angka -11.425. Pada tahun yang sama, Bumi Resources memiliki nilai perusahaan terbesar, yaitu 9.339.

4.1.1.2 LQ45

Berikut merupakan deskripsi statistik dari kelompok LQ45 yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 4.2 Deskripsi analisis data kelompok LQ45

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Manajerial	66	0.000	0.017	0.000	0.002
Kepemilikan Institusional	66	0.000	0.975	0.564	0.190
Tingkat Bunga	66	0.133	0.141	0.136	0.004
Pasar Modal	66	33.423	33.640	33.532	0.110
Pertumbuhan Pasar	66	0.031	0.591	0.279	0.134
Profitabilitas	66	-0.120	0.830	0.223	0.171
Pembayaran Dividen	66	0.000	1.522	0.216	0.280
Ukuran Perusahaan	66	27.898	33.513	30.670	1.442
Pangsa Pasar Relatif	66	0.022	1.000	0.586	0.350
<i>Leverage</i>	66	0.170	0.910	0.579	0.228

Tabel 4.2 Deskripsi analisis data kelompok LQ45 (lanjutan)

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
Nilai Perusahaan	66	-11.425	9.339	0.446	3.471
Valid N (listwise)	66				

Berdasarkan tabel 4.2 di atas, proporsi kepemilikan manajerial paling kecil pada kelompok LQ45 adalah 0%. Hal ini berarti 100% saham dimiliki oleh institusi dan/atau publik. Perusahaan-perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajerial 0% ini antara lain adalah Astra Agro Lestari, Central Proteinaprima, Bakrie Sumatera Plantations, Charoen Pokphand, Bank Central Asia, Bank Negara Indonesia, Bank Rakyat Indonesia, Bank Danamon, Bank Mandiri, Bank CIMB Niaga, Bank Internasional Indonesia, Truba Alam Manunggal Engineering, Bakrie & Brothers, Astra Internasional, Indofood Sukses Makmur, Indah Kiat Pulp and Papers, United Tractors, Aneka Tambang, Bumi Resources, International Nickel Indonesia, Medco, Perusahaan Gas Negara, Tambang Batubara Bukit Asam, Timah, Ciputra Development, Kawasan Industri Jababeka, Bakrie Telecom, Indosat, dan Telekomunikasi Indonesia pada tahun 2007 dan 2008. Kepemilikan manajerial terbesar adalah 1.7% yang dimiliki oleh Energi Mega Persada pada tahun 2007.

Proporsi kepemilikan institusional paling rendah adalah 0%. Hal ini berarti 100% saham dimiliki oleh manajemen dan/atau publik. Perusahaan-perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajerial 0% ini adalah Holcim Indonesia pada tahun 2007 dan 2008. Kepemilikan institusional terbesar adalah 97.48% yang terdapat pada Bank Negara Indonesia di tahun 2007.

Tingkat Bunga 13.3% adalah tingkat bunga pada tahun 2008. Sedangkan tingkat bunga yang berlaku pada tahun 2007 adalah sebesar 14.1%.

Nilai ln penjualan pasar modal pada akhir tahun 2007 adalah sebesar 33.423 dan angka ini menjadi angka yang paling rendah. Sedangkan pada tahun 2008, nilai ln penjualan pasar modal pada akhir tahun adalah sebesar 33.640.

Pertumbuhan pasar paling rendah, sebesar 3.1%, terjadi pada industri perbankan pada tahun 2007. Industri jasa transportasi mengalami pertumbuhan terbesar, yaitu 59.1% pada tahun 2008.

Pada tahun 2008 Bank CIMB Niaga mengalami kerugian sebesar 12% dan ini merupakan angka untuk variabel profitabilitas yang paling rendah. Keuntungan terbesar diperoleh oleh Bakrie Telecom pada tahun 2008 dengan keuntungan sebesar 83%.

Pembayaran dividen sebesar 0% berarti bahwa perusahaan tersebut tidak membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Hal ini terjadi pada beberapa perusahaan seperti Energi Mega Persada, Perusahaan Gas Negara, dan Indosat pada tahun 2007. Indah Kiat Pulp and Papers, dan Bakrie Telecom juga tidak membagikan dividen pada tahun 2008. Sedangkan Central Proteinaprima Truba Alam Manunggal Engineering, Darma Henwa, Bakrie & Brothers, Polaris Investama, Holcim Indonesia, Davomas Abadi, Energi Mega Persada, ATPK Resources, Central Korporindo Internasional, Ciputra Development, Kawasan Industri Jababeka, Lippo Karawaci, Bakrieland Development, Ciputra Surya, Bakrie Telecom selama dua tahun berturut-turut tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Ukuran perusahaan paling rendah, dengan nilai ln total aset sebesar 27.898 dimiliki oleh Truba Alam Manunggal Engineering pada tahun 2007. Bank Mandiri merupakan perusahaan dengan nilai ln total aset terbesar, yaitu 33.513 pada tahun 2008.

Pangsa pasar relatif paling kecil, sebesar 2.2%, dimiliki oleh Bakrie Telecom pada tahun 2007. Angka 1 pada pangsa pasar relatif menunjukkan bahwa perusahaan tersebut adalah *market leader* dalam industrinya. Pada tahun 2007 dan 2008, Central Proteinaprima merupakan *market leader* dalam industri *Agriculture, Forestry and Fishing*. Charoen Pokphand merupakan *market leader* dalam industri *Animal Feed and Husbandry*. Bank Mandiri merupakan *market leader* dalam industri perbankan. Adhi Karya merupakan *market leader* dalam industri konstruksi. Bakrie & Brothers merupakan *market leader* dalam industri *Holding and Other Investment Companies*. Astra Internasional merupakan *market leader* dalam industri manufaktur-automotif. Indofood Sukses Makmur merupakan *market leader* dalam industri manufaktur-*food processing*. Indah Kiat Pulp and Papers merupakan *market leader* dalam industri manufaktur-produk *pulp and papers*. Telekomunikasi Indonesia merupakan *market*

leader dalam industri telekomunikasi. Berlian Laju Tanker merupakan *market leader* dalam industri jasa transportasi. International Nickel Indonesia merupakan *market leader* dalam industri pertambangan dan jasa pertambangan pada tahun 2007. pada tahun 2008, Bumi Resources menggantikan posisi International Nickel Indonesia sebagai *market leader* dalam industri pertambangan dan jasa pertambangan.

Tingkat hutang paling rendah dimiliki oleh Ciputra Development pada tahun 2007 dengan angka 17%. Sedangkan Bank CIMB Niaga pada tahun 2007 dan 2008, Bank Rakyat Indonesia, Bank Mandiri, dan Bank Internasional Indonesia pada tahun 2008 menggunakan 91% hutang sebagai sumber modalnya pada tahun 2008.

Nilai perusahaan paling rendah dimiliki oleh Truba Alam Manunggal Engineering pada tahun 2007 dengan angka -11.425. Pada tahun yang sama, Bumi Resources memiliki nilai perusahaan terbesar, yaitu 9.339.

4.1.1.3 NON LQ45

Deskripsi statistik dari kelompok NON LQ45 yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 4.3 Deskripsi analisis data kelompok NON LQ45

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Manajerial	80	0.000	0.762	0.021	0.120
Kepemilikan Institusional	80	0.000	0.998	0.608	0.287
Tingkat Bunga	80	0.133	0.141	0.135	0.003
Pasar Modal	80	33.423	33.640	33.518	0.109
Pertumbuhan Pasar	80	0.031	0.591	0.324	0.169
Profitabilitas	80	-0.893	1.550	0.215	0.284
Pembayaran Dividen	80	0.000	0.903	0.126	0.160
Ukuran Perusahaan	80	24.512	31.796	28.914	1.681
Pangsa Pasar Relatif	80	0.000	0.911	0.193	0.231
<i>Leverage</i>	80	0.004	0.950	0.505	0.275
Nilai Perusahaan	80	-0.993	3.941	0.472	0.816
Valid N (listwise)	80				

Berdasarkan tabel 4.3 di atas, proporsi kepemilikan manajerial paling kecil pada kelompok Non LQ45 adalah 0%. Hal ini berarti 100% saham dimiliki oleh institusi dan/atau publik. Perusahaan-perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajerial 0% ini antara lain adalah PP London Sumatera, Sampoerna Agro, Bisi Internasional, Inti Agri Resources, JAPFA, Malindo Feedmill, Bank Panin, Bank Permata, Bank Mega, Bank Bukopin, Bank Artha Graha Internasional, Bank Victoria Internasional, Darma Henwa, Global Mediacom, Polaris Investama, SMART, Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Indocement Tunggul Prakarsa, Davomas Abadi, Gajah Tunggul, Semen Gresik, Fajar Surya Wisesa, ATPK Resources, Indo Tambangraya Megah, Sugih Energy, Central Korporindo Internasional, Citatah Industri Marmer, Lippo Karawaci, Bakrieland Development, Ciputra Surya, Excelcomindo, Mobile-8 Telecom dan Mitra Rajasa pada tahun 2007 dan 2008. Pada tahun 2008, Adhi Karya dan Astra Otoparts tidak terdapat kepemilikan manajerial seperti pada tahun sebelumnya. Kepemilikan manajerial terbesar adalah 76.2% yang dimiliki oleh Perdana Karya Perkasa pada tahun 2007 dan 2008.

Proporsi kepemilikan institusional paling rendah adalah 0%. Hal ini berarti 100% saham dimiliki oleh manajemen dan/atau publik. Perusahaan-perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajerial 0% ini antara lain adalah JAPFA pada tahun 2007, dan Perdana Karya Perkasa pada tahun 2007 dan 2008. Kepemilikan institusional terbesar adalah 99.8% yang terdapat pada Excelcomindo di tahun 2008.

Tingkat Bunga 13.3% adalah tingkat bunga pada tahun 2008. Sedangkan tingkat bunga yang berlaku pada tahun 2007 adalah sebesar 14.1%.

Nilai ln penjualan pasar modal pada akhir tahun 2007 adalah sebesar 33.423 dan angka ini menjadi angka yang paling rendah. Sedangkan pada tahun 2008, nilai ln penjualan pasar modal pada akhir tahun adalah sebesar 33.640.

Pertumbuhan pasar paling rendah, 2.8%, terjadi pada industri perbankan pada tahun 2007. Industri jasa transportasi mengalami pertumbuhan terbesar, yaitu 59.1% pada tahun 2008.

Pada tahun 2008 Bank CIMB Niaga mengalami kerugian sebesar 12% dan ini merupakan angka untuk variabel profitabilitas yang paling rendah. Keuntungan

terbesar diperoleh oleh Mobile-8 Telecom pada tahun 2008 yang menyentuh angka 150%.

Pembayaran dividen sebesar 0% berarti bahwa perusahaan tersebut tidak membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Hal ini terjadi pada beberapa perusahaan seperti JAPFA, Bank Artha Graha, Davomas Abadi, Mobile-8 Telecom, dan Mitra Rajasa pada tahun 2007. Inti Agri Resources, Charoen Pokphand, Indah Kiat Pulp and Papers, Gajah Tunggal, Fajar Surya Wisesa, Sugih Energy, dan Excelcomindo juga tidak membagikan dividen pada tahun 2008. Sedangkan PP London Sumatera, Bisi Internasional, Bank Permata, Darma Henwa, Polaris Investama, ATPK Resources, Central Korporindo Internasional, Lippo Karawaci, Bakrieland Developent, dan Ciputra Surya selama dua tahun berturut-turut tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Ukuran perusahaan paling rendah, dengan nilai ln total aset sebesar 24.512 dimiliki oleh Sugih Energi pada tahun 2008. Bank Panin merupakan perusahaan dengan nilai ln total aset terbesar, yaitu 31.796 pada tahun 2008.

Pangsa pasar relatif paling kecil, sebesar 0%, dimiliki oleh ATPK Resources pada tahun 2007 dan 2008. JAPFA memegang pangsa pasar tertinggi dalam kelompok ini dengan market share sebesar 91.1%.

Tingkat hutang paling rendah dimiliki oleh Inti Agri Resources pada tahun 2008 dengan angka 0.4%. Sedangkan Malindo Feedmill menggunakan 95% hutang sebagai sumber modalnya pada tahun 2008.

Nilai perusahaan paling rendah dimiliki oleh Bisi Internasional pada tahun 2007 dengan angka -0.993. Pada tahun yang sama, Indocement Tunggal Prakarsa memiliki nilai perusahaan terbesar, yaitu 3.941.

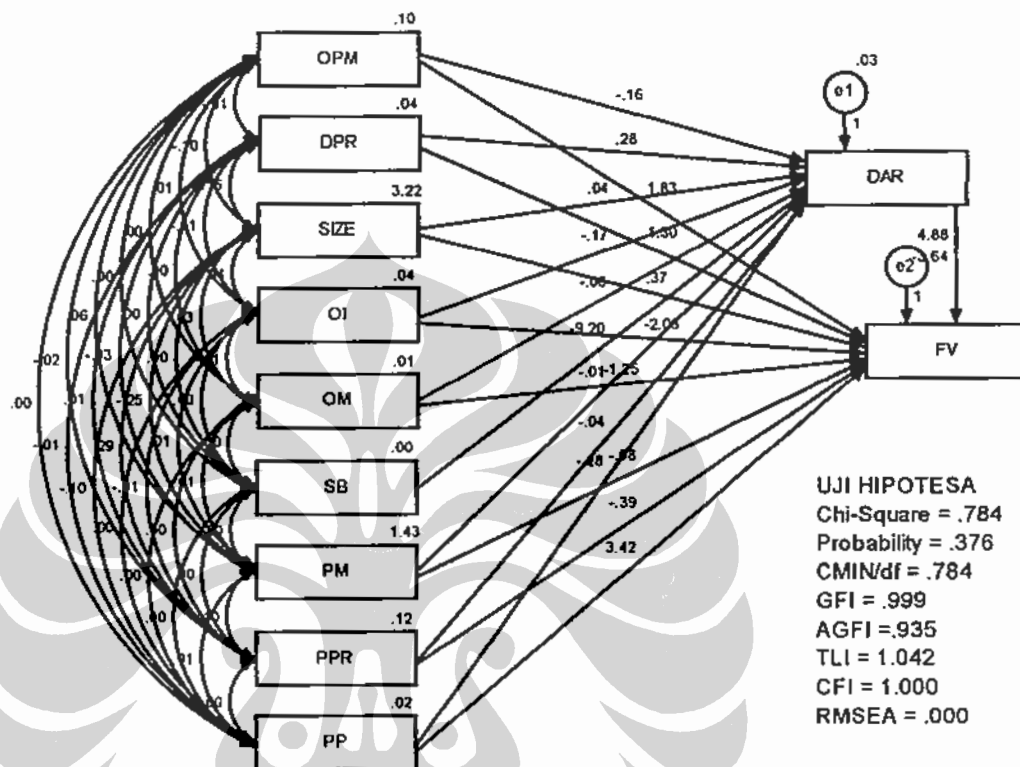
4.2 Pengujian dan Pembahasan

4.2.1 Pengujian Model

Berdasarkan pada *output* analisis SEM yang menggunakan *software* AMOS 6.0, diperoleh nilai-nilai yang digunakan sebagai acuan dalam pengujian model secara keseluruhan.

4.2.1.1 Uji Jalur Individual – *Measurement Model* Seluruh Objek Penelitian

Berikut merupakan gambar *output* atau model dari pengolahan data keseluruhan objek penelitian:



Gambar 4.1 Diagram jalur seluruh objek penelitian

Berdasarkan diagram jalur pada gambar 4.1 di atas, berikut merupakan pengujian model untuk keseluruhan data objek penelitian:

Tabel 4.4 Pengujian kesesuaian model seluruh objek penelitian

Pengukuran	<i>Cut off</i>	Nilai	Evaluasi Model
<i>Absolute Fit</i>			
<i>Chi-square</i>	Chi-square < χ^2 tabel df 1 = 3.84	0.784 < 3.84	<i>Fit</i>
<i>p-value</i>	≥ 0.05	0.376	<i>Fit</i>
<i>Normed chi-square</i>	< 2	0.784	<i>Fit</i>
GFI	≥ 0.90	0.999	<i>Fit</i>

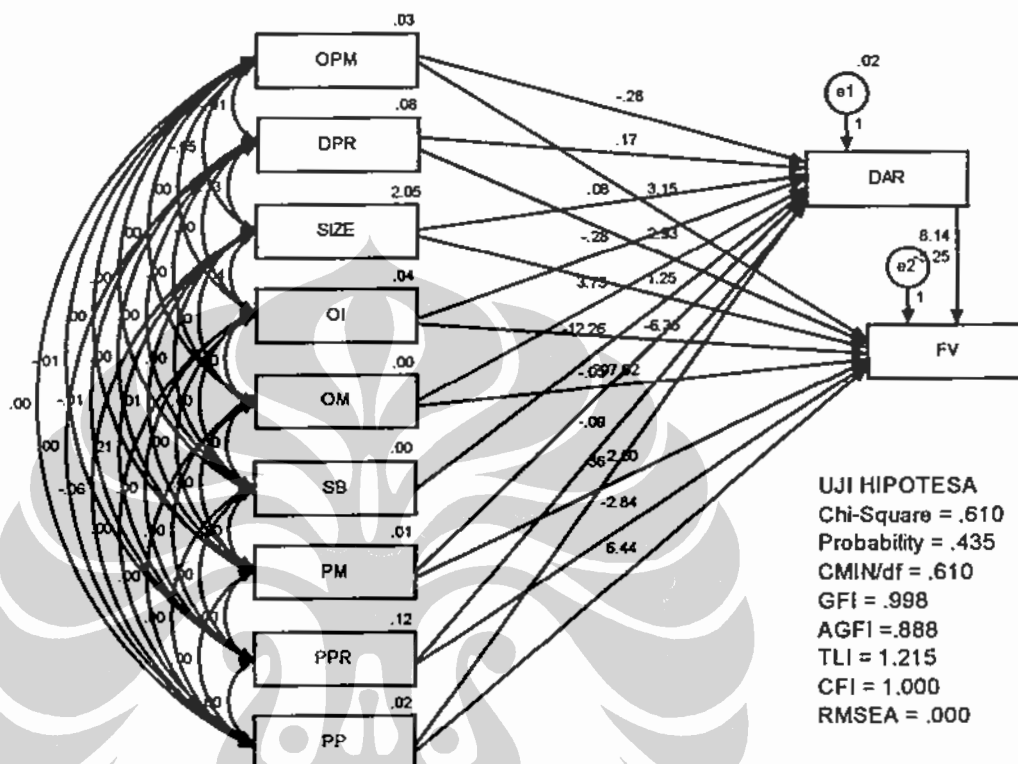
Tabel 4.4 Pengujian kesesuaian model seluruh objek penelitian (lanjutan)

Pengukuran	<i>Cut off</i>	Nilai	Evaluasi Model
RMSEA	≤ 0.08	0.000	<i>Fit</i>
<i>Incremental Fit</i>			
AGFI	≥ 0.85	0.935	<i>Fit</i>
TLI	≥ 0.90	1.042	<i>Fit</i>
NFI	≥ 0.90	0.998	<i>Fit</i>
CFI	≥ 0.90	1.000	<i>Fit</i>
<i>Parsimonious Fit</i>			
<i>PNFI</i>	0.60 – 0.90	0.018	<i>Marginal Fit</i>
<i>PGFI</i>	0 – 1	0.015	<i>Fit</i>

Dengan memperhatikan nilai-nilai koefisien yang terdapat pada tabel 4.4 di atas yang memenuhi persyaratan kecocokan sebuah model, maka secara umum dapat disimpulkan bahwa model dari gabungan antara kelompok LQ45 dan kelompok NON LQ45 yang diperoleh memiliki *goodness of fit* yang baik.

4.2.1.2 Uji Jalur Individual – *Measurement Model* Kelompok LQ45

Berikut merupakan gambar output atau model dari pengolahan data kelompok LQ45:



Gambar 4.2 Diagram Jalur Kelompok LQ45

Berdasarkan diagram jalur pada gambar 4.2 di atas, berikut merupakan pengujian model untuk kelompok LQ45:

Tabel 4.5 Pengujian kesesuaian model kelompok LQ45

Pengukuran	Cut off	Nilai	Evaluasi Model
<i>Absolute Fit</i>			
Chi-square	Chi-square < χ^2 tabel df 1 = 3.84	0.610 < 3.84	<i>Fit</i>
p-value	≥ 0.05	0.435	<i>Fit</i>
Normed chi-square	< 2	0.610	<i>Fit</i>

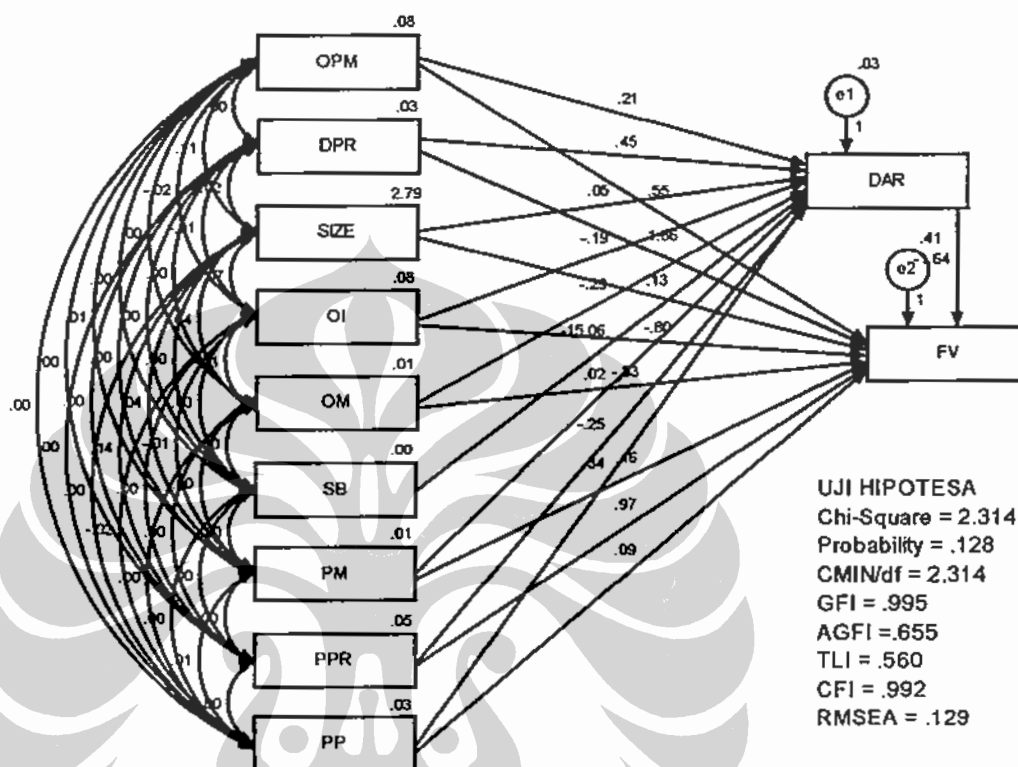
Tabel 4.5 Pengujian kesesuaian model kelompok LQ45 (lanjutan)

Pengukuran	<i>Cut off</i>	Nilai	Evaluasi Model
GFI	≥ 0.90	0.998	<i>Fit</i>
RMSEA	≤ 0.08	0.000	<i>Fit</i>
<i>Incremental Fit</i>			
AGFI	≥ 0.85	0.888	<i>Fit</i>
TLI	≥ 0.90	1.215	<i>Fit</i>
NFI	≥ 0.90	0.996	<i>Fit</i>
CFI	≥ 0.90	1.000	<i>Fit</i>
<i>Parsimonious Fit</i>			
PNFI	0.60 – 0.90	0.018	<i>Marginal Fit</i>
PGFI	0 – 1	0.015	<i>Fit</i>

Dengan memperhatikan nilai-nilai koefisien pada tabel 4.5 di atas yang memenuhi persyaratan kecocokan sebuah model, maka secara umum dapat disimpulkan bahwa model untuk perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam kelompok LQ45 memiliki *goodness of fit* yang baik.

4.2.1.3 Uji Jalur Individual – *Measurement Model* Kelompok NON LQ45

Berikut merupakan gambar output atau model dari pengolahan data kelompok NON LQ45:



Gambar 4.3 Diagram Jalur kelompok NON LQ45

Berdasarkan hasil output pengolahan data pada gambar 4.3 di atas, berikut merupakan pengujian model untuk kelompok LQ45:

Tabel 4.6 Pengujian kesesuaian model kelompok NON LQ45

Pengukuran	Cut off	Nilai	Evaluasi Model
<i>Absolute Fit</i>			
Chi-square	Chi-square < χ^2 tabel df 1 = 3.84	2.314 < 3.84	Fit
p-value	≥ 0.05	0.128	Fit
Normed chi-square	< 2	2.314	Marginal Fit

Tabel 4.6 Pengujian kesesuaian model kelompok NON LQ45 (lanjutan)

Pengukuran	Cut off	Nilai	Evaluasi Model
GFI	≥ 0.90	0.995	Fit
RMSEA	≤ 0.08	0.129	Poor Fit
<i>Incremental Fit</i>			
AGFI	≥ 0.85	0.655	Poor Fit
TLI	≥ 0.90	0.560	Poor Fit
NFI	≥ 0.90	0.989	Fit
CFI	≥ 0.90	0.992	Fit
<i>Parsimonious Fit</i>			
PNFI	0.60 – 0.90	0.018	Poor Fit
PGFI	0 – 1	0.015	Fit

Dengan memperhatikan nilai-nilai koefisien pada tabel 4.6 di atas yang memenuhi persyaratan kecocokan sebuah model, maka secara umum dapat disimpulkan bahwa model yang diperoleh untuk perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam kelompok NON LQ45 memiliki *goodness of fit* yang cukup baik.

4.2.2 Uji Individual – Structural Model

4.2.2.1 Uji Koefisien Gamma dan Beta Seluruh Objek Penelitian

Berikut merupakan hasil pengolahan data untuk seluruh objek penelitian:

Tabel 4.7 Koefisien jalur seluruh objek penelitian

Hipotesis	Variabel Dependen	Variabel Independen	Koefisien Path (P-value)
H ₁	Leverage	Kepemilikan Manajerial	-0.076 (0.697)
H ₂	Leverage	Kepemilikan Institusional	-0.167 (0.040)
H ₃	Leverage	Tingkat Bunga	-9.195 (0.004)
H ₄	Leverage	Pasar Modal	-0.011 (0.415)
H ₅	Leverage	Pertumbuhan Pasar	-0.277 (0.028)
H ₆	Leverage	Profitabilitas	-0.157 (0.002)

Tabel 4.7 Koefisien jalur seluruh objek penelitian (lanjutan)

Hipotesis	Variabel Dependen	Variabel Independen	Koefisien Path (P-value)
H ₇	<i>Leverage</i>	Pembayaran Dividen	0.284 (0.003)
H ₈	<i>Leverage</i>	Ukuran Perusahaan	0.042 (0.00)
H ₉	<i>Leverage</i>	Pangsa Pasar Relatif	-0.045 (0.422)
H ₁₀	Nilai Perusahaan	Kepemilikan Manajerial	-1.246 (0.592)
H ₁₁	Nilai Perusahaan	Kepemilikan Institusional	-2.031 (0.039)
H ₁₂	Nilai Perusahaan	Pasar Modal	-0.078 (0.629)
H ₁₃	Nilai Perusahaan	Pertumbuhan Pasar	3.422 (0.023)
H ₁₄	Nilai Perusahaan	Profitabilitas	1.834 (0.004)
H ₁₅	Nilai Perusahaan	Pembayaran Dividen	1.303 (0.269)
H ₁₆	Nilai Perusahaan	Ukuran Perusahaan	0.373 (0.015)
H ₁₇	Nilai Perusahaan	Pangsa Pasar Relatif	-0.390 (0.560)
H ₁₈	Nilai Perusahaan	<i>Leverage</i>	-3.636 (0.00)

Berdasarkan pengujian parsial yang digambarkan pada tabel 4.7, dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing hipotesis berikut:

H₁ Kepemilikan Manajerial terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari *p-value* yang bernilai 0.697 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* dengan nilai negatif (-0.076) mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan manajerial dengan *leverage*. Temuan penelitian ini tidak mendukung *agency theory*. Dalam *Agency theory* dikatakan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial dapat mengatasi konflik keagenan. Namun dengan adanya pengaruh negatif tersebut dapat dikatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial, maka keputusan pendanaan dengan menggunakan hutang tidak berkurang. Hubungan tidak signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap *leverage* dapat disebabkan oleh penerapan struktur modal perusahaan yang telah optimal. Hal ini merupakan penjelasan dari teori *static trade-off*, yang menjelaskan bahwa perusahaan yang telah mencapai titik optimal pada

struktur permodalannya mengalami *trade-off* antara penggunaan hutang dan ekuitas. Selain itu, hubungan tidak signifikan tersebut dapat pula disebabkan oleh tidak terjadinya konflik di dalam perusahaan. Ketika tingkat *leverage* perusahaan rendah, manajemen akan cenderung malas karena tidak ada kewajiban perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dalam pembayaran bunga. Sebaliknya, ketika tingkat *leverage* perusahaan terlalu tinggi pun manajemen akan merasa kesulitan untuk memenuhi kewajiban perusahaan dalam pembayaran bunga. Sehingga dalam kondisi seperti ini, manajemen akan cenderung *hopeless*.

H₂ Kepemilikan Institusional terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* sebesar -0.167 dan *p-value* yang bernilai 0.040 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan institusional dengan *leverage*. Temuan ini juga tidak mendukung *agency theory* yang mengatakan bahwa peningkatan proporsi kepemilikan institusional dapat mengurangi masalah keagenan. Berdasarkan temuan ini, dapat dikatakan bahwa meningkatnya proporsi kepemilikan institusional maka pendanaan perusahaan dengan hutang tidak mengalami penurunan. Hal ini dapat disebabkan oleh semakin ketatnya kontrol pemegang saham terhadap manajemen, sehingga pengawasan yang dilakukan terhadap manajemen semakin efektif. Sebagai implikasi, manajemen akan lebih berhati-hati dalam melakukan pinjaman sehingga *leverage* akan menurun.

H₃ Tingkat Bunga terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa tingkat bunga mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -9.195 dan *p-value* yang bernilai 0.004 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara tingkat bunga dengan *leverage*. Semakin tinggi tingkat bunga maka perusahaan akan mengurangi pinjamannya sehingga *leverage* perusahaan menurun. Saat tingkat bunga tinggi, perusahaan akan cenderung untuk menghindari pendanaan dengan hutang karena adanya biaya bunga yang tinggi pula.

H₄ Pasar Modal terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa pasar modal mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.011 dan *p-value* yang bernilai 0.415 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara pasar modal dengan *leverage*. Semakin bergairah pasar modal, minat perusahaan dalam melakukan pinjaman menjadi menurun karena perusahaan akan lebih memilih untuk mengeluarkan emisi saham baru pada pasar modal. Dan sebaliknya, ketika pasar modal sedang tidak bergairah, perusahaan cenderung meningkatkan pinjamannya. Hal ini dapat disebabkan adanya motivasi pembagian risiko dengan pihak lain. Temuan penelitian ini mendukung teori *equity market timing*. Pengaruh tidak signifikan antara pasar modal terhadap *leverage* dapat disebabkan oleh preferensi perusahaan dalam penggunaan hutang dalam struktur modalnya. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi sehingga memilih untuk menggunakan dana internal. Alasan berikutnya adalah pasar modal bukanlah pilihan utama perusahaan dalam menentukan proporsi struktur modalnya. Dengan kata lain, temuan ini mendukung *pecking order theory*.

H₅ Pertumbuhan Pasar terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari Koefisien *path* yang bernilai -0.277 dan *p-value* yang bernilai 0.028 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara pertumbuhan pasar dengan *leverage*. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dikatakan bahwa meningkatnya pertumbuhan pasar akan diikuti dengan menurunnya keputusan pendanaan perusahaan melalui hutang. Sebaliknya, ketika pertumbuhan pasar menunjukkan angka yang menurun, perusahaan cenderung meningkatkan pendanaannya dengan menggunakan hutang. Hal ini erat kaitannya dengan pembagian risiko perusahaan.

H₆ Profitabilitas terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.157 dan *p-value* yang bernilai 0.002 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara profitabilitas dengan *leverage*. Semakin meningkat profitabilitas perusahaan akan mengurangi tingkat pinjaman perusahaan dalam pembiayaannya sehingga *leverage* pun menurun.

H₇ Pembayaran Dividen terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.284 dan *p-value* yang bernilai 0.003 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pembayaran dividen dengan *leverage*. Semakin besar pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan akan mengurangi saldo laba ditahan perusahaan. Karenanya semakin besar pula pendanaan yang dilakukan melalui hutang, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung melakukan pembiayaan berdasarkan urutan laba ditahan, hutang kemudian terakhir adalah emisi saham baru.

H₈ Ukuran Perusahaan terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.042 dan *p-value* yang bernilai 0.00 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara ukuran perusahaan dengan *leverage*. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan nilai aset yang besar akan semakin meningkatkan pembiayaannya melalui hutang karena dengan aset besar yang dimilikinya dapat dijadikan jaminan untuk pinjaman tersebut.

H₉ Pangsa Pasar Relatif terhadap *Leverage*

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.045 dan *p-value* yang bernilai 0.422 (lebih besar dari 0.05).

Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara pangsa pasar relatif dengan *leverage*. Hal ini berarti semakin besar pangsa pasar perusahaan maka tingkat *leverage*-nya akan semakin rendah. Hal ini dapat disebabkan oleh keputusan perusahaan untuk mendanai perusahaannya dengan dana internal. Pengaruh tidak signifikan antara pangsa pasar relatif dengan *leverage* dapat dijelaskan dengan pangsa pasar yang besar tidak menjamin bahwa perusahaan memiliki keuntungan yang tinggi. Ketika keuntungan perusahaan tinggi, perusahaan akan menggunakan dana internal untuk mendanai kegiatan perusahaan. Sebaliknya, ketika keuntungan perusahaan rendah maka dalam struktur permodalannya, perusahaan akan menerbitkan hutang dahulu sebelum mengeluarkan ekuitas. Temuan penelitian ini mendukung *pecking order theory*.

H₁₀ Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -1.246 dan *p-value* yang bernilai 0.592 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin besar proporsi kepemilikan manajerial tidak meningkatkan nilai perusahaan karena manajemen perusahaan memiliki kendali yang tidak signifikan terhadap perusahaan. Manajemen hanya merupakan perpanjangan tangan dari pemilik mayoritas sehingga manajemen lebih banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas. Hubungan keagenan antara manajemen dengan pemegang saham mempunyai potensi untuk mempengaruhi pembuatan keputusan, sehingga berdampak pada nilai perusahaan. Pengaruh tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan menunjukkan bahwa pengaruh proporsi kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sangat kecil. Hal ini dapat disebabkan oleh tidak terjadinya konflik keagenan di dalam perusahaan. Kondisi ini mungkin saja terjadi ketika tujuan manajemen dan pemegang saham telah sama karena proporsi kepemilikan yang dimiliki oleh manajemen memiliki komponen bonus dan remunerasi yang tidak signifikan. Kondisi seperti ini menyebabkan pihak manajemen tidak termotivasi

untuk meningkatkan kinerjanya sehingga peningkatan nilai pada perusahaan pun tidak terjadi.

H₁₁ Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -2.031 dan *p-value* yang bernilai 0.039 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Semakin besar proporsi kepemilikan institusional tidak menyebabkan peningkatan nilai perusahaan, karena dengan peningkatan kepemilikan saham institusional maka pengawasan terhadap manajemen akan semakin berkurang. Sehingga kinerja manajemen menjadi tidak maksimal dan tidak terjadi peningkatan nilai perusahaan. Kinerja manajemen yang tidak maksimal ini dapat disebabkan oleh dua hal yaitu (i) pengawasan pemegang saham institusional yang terlalu ketat (berlebihan) sehingga membuat pihak manajemen menjadi tidak nyaman, dan (ii) pengawasan pemegang saham institusional yang tidak maksimal sehingga fungsi manajemen dalam perusahaan pun menjadi tidak maksimal dan peningkatan nilai perusahaan tidak terjadi.

H₁₂ Pasar Modal terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa pasar modal mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.078 dan *p-value* yang bernilai 0.629 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara keadaan pasar modal dengan nilai perusahaan. Pengaruh tidak signifikan antara pasar modal dengan nilai perusahaan dapat disebabkan oleh struktur modal perusahaan yang relatif seimbang (antara penggunaan hutang dan ekuitas) sehingga terjadi *trade-off* dan perusahaan meraih keuntungan dari *off-set* berdasarkan kombinasi antara keduanya. Dengan demikian perusahaan tidak memasukkan pasar modal sebagai sumber pendanaan utama pada perusahaannya. Dengan penggunaan struktur modal yang relatif seimbang tersebut maka nilai perusahaan pun akan meningkat.

H₁₃ Pertumbuhan Pasar terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 3.422 dan *p-value* yang bernilai 0.023 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pertumbuhan pasar dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti meningkatnya pertumbuhan pasar akan meningkatkan *earning* perusahaan. Meningkatnya *earning* perusahaan menunjukkan prospek perusahaan yang baik di masa yang akan datang. Prospek yang baik tersebut kemudian akan direpson positif oleh investor. Respon positif tersebut akan meningkatkan harga saham dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

H₁₄ Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 1.834 dan *p-value* yang bernilai 0.004 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara profitabilitas dengan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profit yang baik menandakan prospek yang baik di masa yang akan datang. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin banyak investor yang mau berinvestasi pada perusahaan tersebut. Sehingga nilai perusahaan pun akan meningkat.

H₁₅ Pembayaran Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 1.303 dan *p-value* yang bernilai 0.269 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pembayaran dividen dengan nilai perusahaan. Semakin besar pembayaran dividen maka akan menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut sehingga harga saham perusahaan yang menggambarkan nilai perusahaan pun akan meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempengaruhi *return* saham

perusahaan. Pengaruh pembayaran dividen terhadap nilai perusahaan menjadi tidak signifikan karena sebagian besar keuntungan perusahaan diinvestasikan kembali. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menyebutkan urutan preferensi (hierarki) perusahaan dalam penggunaan dana. Dalam *pecking order theory* dikatakan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Pendanaan eksternal akan menimbulkan kewajiban bagi perusahaan. Pada suatu titik ketika kewajiban perusahaan sudah terlalu besar, akan memberikan sinyal negatif bagi investor sehingga harga saham yang mencerminkan nilai perusahaan akan menurun secara simultan. Pembayaran dividen diketahui sebagai pengobanan terhadap investasi. Selain itu pembayaran dividen yang besar akan mengganggu arus kas perusahaan dimasa yang akan datang. Apabila hal ini terjadi maka nilai perusahaan diprediksi tidak akan berpengaruh.

H₁₆ Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.373 dan *p-value* yang bernilai 0.015 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan. Semakin besar aset suatu perusahaan akan meningkat pula nilai perusahaan tersebut. Karena dalam membeli saham sebuah perusahaan, investor juga memperhatikan ukuran perusahaan yang diwakili oleh total aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Selain itu, ukuran perusahaan juga seringkali dijadikan acuan bahwa sebuah perusahaan memiliki kinerja yang bagus.

H₁₇ Pangsa Pasar Relatif terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.390 dan *p-value* yang bernilai 0.560 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara pangsa pasar relatif dengan nilai perusahaan. Hubungan tidak signifikan antara pangsa pasar relatif dengan nilai perusahaan dapat disebabkan oleh kredibilitas

perusahaan yang sudah baik di mata investor. Sehingga dalam melakukan pembelian saham perusahaan, investor tidak terlalu mempertimbangkan pangsa pasar relatif perusahaan. Selain itu, sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya bahwa pangsa pasar relatif tidak mengindikasikan keuntungan perusahaan yang tinggi. Apabila perusahaan memiliki keuntungan yang tinggi maka nilai perusahaannya pun akan meningkat dan sebaliknya.

H₁₈ Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.7 menunjukkan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -3.636 dan *p-value* yang bernilai 0.00 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara *leverage* dengan nilai perusahaan. Semakin tinggi *leverage* maka nilai perusahaan akan menurun, karena *leverage* yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress*. Hal ini sesuai dengan teori struktur modal *trade-off* yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung *pecking order theory* yang menyebutkan urutan preferensi (hierarki) perusahaan dalam penggunaan dana. Dalam *pecking order theory* dikatakan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Jika diperlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih pinjaman yang aman sebelum mengeluarkan emisi saham baru.

Berdasarkan penjelasan untuk masing-masing hipotesis di atas, hubungan dan pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen dapat dirinkas dan disimpulkan sebagai berikut:

Tabel 4.8 Ringkasan uji hipotesa seluruh objek penelitian

Hipotesis	Pengaruh	Hasil Penelitian	Signifikansi	Kesimpulan
H ₁	Negatif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{a1} Diterima
H ₂	Negatif	Negatif	Signifikan	H _{a2} Diterima
H ₃	Negatif	Negatif	Signifikan	H _{a3} Diterima

Tabel 4.8 Ringkasan uji hipotesa seluruh objek penelitian (lanjutan)

Hipotesis	Pengaruh	Hasil Penelitian	Signifikansi	Kesimpulan
H ₄	Negatif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{o4} Diterima
H ₅	Positif	Negatif	Signifikan	H _{a5} Diterima
H ₆	Negatif	Negatif	Signifikan	H _{a6} Diterima
H ₇	Positif	Positif	Signifikan	H _{a7} Diterima
H ₈	Positif	Positif	Signifikan	H _{a8} Diterima
H ₉	Positif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{o9} Diterima
H ₁₀	Positif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{o10} Diterima
H ₁₁	Positif	Negatif	Signifikan	H _{o11} Diterima
H ₁₂	Positif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{o12} Diterima
H ₁₃	Positif	Positif	Signifikan	H _{a13} Diterima
H ₁₄	Positif	Positif	Signifikan	H _{a14} Diterima
H ₁₅	Positif	Positif	Tidak Signifikan	H _{a15} Diterima
H ₁₆	Positif	Positif	Signifikan	H _{a16} Diterima
H ₁₇	Positif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{o17} Diterima
H ₁₈	Negatif	Negatif	Signifikan	H _{a18} Diterima

4.2.2.2 Uji keseluruhan *structural model* seluruh objek penelitian

Pengujian keseluruhan *structural model* dilakukan dengan memperhatikan nilai *Squared Multiple Correlation* (R^2). Berikut merupakan nilai *Squared Multiple Correlation* (R^2) untuk seluruh objek penelitian:

Tabel 4.9 *Squared Multiple Correlations* (R^2) seluruh objek penelitian

Variabel Dependen	Variabel Independen	R^2
Struktur Modal (Leverage)	Kepemilikan Manajerial	0.00068
	Kepemilikan Instusional	0.0188
	Tingkat Bunga	0.0346
	Pasar Modal	0.0026
	Pertumbuhan Pasar	0.0243
	Profitabilitas	0.0376

Tabel 4.9 *Squared Multiple Correlations (R²)* seluruh objek penelitian

Variabel Dependen	Variabel Independen	R ²
	Pembayaran Dividen	0.0432
	Ukuran Perusahaan	0.0852
	Pangsa Pasar Relatif	0.0036
Nilai Perusahaan	Kepemilikan Manajerial	0.0012
	Kepemilikan Institusional	0.0144
	Pasar Modal	0.0003
	Pertumbuhan Pasar	0.0655
	Profitabilitas	0.0930
	Pembayaran Dividen	0.0004
	Ukuran Perusahaan	0.0253
	Pangsa Pasar Relatif	0.00096
	<i>Leverage</i>	0.1399

Dari tabel 4.9 di atas, dapat dilihat bahwa ukuran perusahaan memiliki nilai R² tertinggi yaitu sebesar 0.0852, artinya ukuran perusahaan berkontribusi besar terhadap varians *leverage* sebesar 8.52%, sedangkan sisanya sebesar 91.48% dijelaskan oleh *measurement error*, sehingga dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan indikator yang paling baik dari *leverage*, sedangkan kepemilikan manajerial merupakan indikator yang paling kurang baik dari variabel *leverage* karena mempunyai nilai R² yang paling kecil dibandingkan dengan indikator lainnya.

Untuk nilai perusahaan, *Leverage* memiliki nilai R² tertinggi diantara variabel endogen lainnya, yaitu sebesar 0.1399. Hal ini berarti bahwa *leverage* berkontribusi besar terhadap varians nilai perusahaan sebesar 13.99%, sedangkan 86.01% sisanya dijelaskan oleh *measurement error* dan dapat dikatakan bahwa *leverage* merupakan indikator terbaik dari nilai perusahaan. Variabel keadaan pasar modal merupakan indikator yang paling kurang baik dari variabel nilai perusahaan karena mempunyai nilai R² yang paling kecil dibandingkan dengan indikator lainnya.

4.2.2.3 Uji Koefisien Gamma dan Beta Kelompok LQ45

Sebagai lanjutan dari hasil penelitian gabungan antara perusahaan yang termasuk dalam kelompok LQ45 dan kelompok NON LQ45, penelitian dilakukan lebih mendalam untuk mengetahui pengaruh dan hubungan masing-masing variabel terhadap setiap kelompok sampel. Pada bagian ini dibahas mengenai pengaruh setiap variabel yang digunakan terhadap perusahaan yang terdaftar dalam LQ45.

Tabel 4.10 Koefisien Jalur Kelompok LQ45

Hipotesis	Variabel Dependen	Variabel Independen	Koefisien Path (P-value)
H ₁	<i>Leverage</i>	Kepemilikan Manajerial	3.733 (0.649)
H ₂	<i>Leverage</i>	Kepemilikan Institusional	-0.278 (0.006)
H ₃	<i>Leverage</i>	Tingkat Bunga	-12.256 (0.017)
H ₄	<i>Leverage</i>	Pasar Modal	-0.047 (0.807)
H ₅	<i>Leverage</i>	Pertumbuhan Pasar	0.361 (0.021)
H ₆	<i>Leverage</i>	Profitabilitas	-0.280 (0.016)
H ₇	<i>Leverage</i>	Pembayaran Dividen	0.168 (0.023)
H ₈	<i>Leverage</i>	Ukuran Perusahaan	0.083 (0.00)
H ₉	<i>Leverage</i>	Pangsa Pasar Relatif	-0.090 (0.178)
H ₁₀	Nilai Perusahaan	Kepemilikan Manajerial	-297.021 (0.058)
H ₁₁	Nilai Perusahaan	Kepemilikan Institusional	-6.346 (0.002)
H ₁₂	Nilai Perusahaan	Pasar Modal	2.795 (0.398)
H ₁₃	Nilai Perusahaan	Pertumbuhan Pasar	6.439 (0.039)
H ₁₄	Nilai Perusahaan	Profitabilitas	3.147 (0.174)
H ₁₅	Nilai Perusahaan	Pembayaran Dividen	2.934 (0.047)
H ₁₆	Nilai Perusahaan	Ukuran Perusahaan	1.247 (0.001)
H ₁₇	Nilai Perusahaan	Pangsa Pasar Relatif	-2.839 (0.029)
H ₁₈	Nilai Perusahaan	<i>Leverage</i>	-5.246 (0.022)

Berdasarkan pengujian parsial yang digambarkan pada tabel 4.10, dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing hipotesis berikut:

H₁ Kepemilikan Manajerial terhadap *Leverage*

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 3.733 dan *p-value* yang bernilai 0.649 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara kepemilikan manajerial dengan *leverage*. Dengan penjelasan bahwa proporsi kepemilikan manajerial mempengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan melalui hutang karena manajemen mempunyai kendali dalam menentukan hutang, sebagaimana kendali yang dipegang oleh pemilik mayoritas. Temuan penelitian ini tidak mendukung *agency theory*. Dalam *Agency theory* dikatakan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial dapat mengatasi konflik keagenan. Namun dengan adanya pengaruh negatif tersebut dapat dikatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial, maka keputusan pendanaan dengan menggunakan hutang tidak berkurang. Hubungan tidak signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap *leverage* dapat disebabkan oleh penerapan struktur modal perusahaan yang telah optimal. Hal ini merupakan penjelasan dari teori *static trade-off*, yang menjelaskan bahwa perusahaan yang telah mencapai titik optimal pada struktur permodalannya mengalami *trade-off* antara penggunaan hutang dari ekuitas. Selain itu, hubungan tidak signifikan tersebut dapat pula disebabkan oleh tidak terjadinya konflik di dalam perusahaan. Ketika tingkat *leverage* perusahaan rendah, manajemen akan cenderung malas karena tidak ada kewajiban perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dalam pembayaran bunga. Sebaliknya, ketika tingkat *leverage* perusahaan terlalu tinggi pun manajemen akan merasa kesulitan untuk memenuhi kewajiban perusahaan dalam pembayaran bunga. Sehingga dalam kondisi seperti ini, manajemen akan cenderung *hopeless*.

H₂ Kepemilikan Institusional terhadap *Leverage*

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien

path yang bernilai -0.278 dan *p-value* yang bernilai 0.006 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan institusional dengan *leverage*. Hal ini berarti semakin besar proporsi kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat pula kontrol terhadap manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional saham perusahaan, maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif dan manajemen akan lebih berhati-hati dalam melakukan pinjaman sehingga *leverage* akan menurun.

H₃ Tingkat Bunga terhadap *Leverage*

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa tingkat bunga mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -12.256 dan *p-value* yang bernilai 0.017 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara tingkat bunga dengan *leverage*. Semakin tinggi tingkat bunga maka perusahaan akan mengurangi pinjamannya sehingga *leverage* perusahaan menurun.

H₄ Pasar Modal terhadap *Leverage*

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pasar modal mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.047 dan *p-value* yang bernilai 0.807 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara pasar modal dengan *leverage*. Semakin bergairah pasar modal, minat perusahaan dalam melakukan pinjaman menjadi menurun karena perusahaan akan lebih memilih untuk mengeluarkan emisi saham baru pada pasar modal. Dan sebaliknya, ketika pasar modal sedang tidak bergairah, perusahaan cenderung meningkatkan pinjamannya. Hal ini dapat disebabkan adanya motivasi pembagian risiko dengan pihak lain. Temuan penelitian ini mendukung teori *equity market timing*. Pengaruh tidak signifikan antara pasar modal terhadap *leverage* dapat disebabkan oleh preferensi perusahaan dalam penggunaan hutang dalam struktur modalnya. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi sehingga memilih untuk menggunakan dana internal. Alasan berikutnya adalah pasar modal bukanlah pilihan

utama perusahaan dalam menentukan proporsi struktur modalnya. Dengan kata lain, temuan ini mendukung *pecking order theory*.

H₅ Pertumbuhan Pasar terhadap Leverage

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari Koefisien *path* yang bernilai 0.361 dan *p-value* yang bernilai 0.021 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pasar modal dengan *leverage*. Semakin tinggi pertumbuhan pasar maka peluang bisnis perusahaan semakin besar pula, karena itu perusahaan meningkatkan pendanaannya melalui hutang sehingga *leverage* meningkat.

H₆ Profitabilitas terhadap Leverage

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.280 dan *p-value* yang bernilai 0.016 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara profitabilitas dengan *leverage*. Semakin meningkat profitabilitas perusahaan akan mengurangi tingkat pinjaman perusahaan dalam pembiayaannya sehingga *leverage* pun menurun.

H₇ Pembayaran Dividen terhadap Leverage

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.168 dan *p-value* yang bernilai 0.023 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pembayaran dividen dengan *leverage*. Semakin besar pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan maka semakin besar pula pendanaan yang dilakukan melalui hutang, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung melakukan pembiayaan berdasarkan urutan laba ditahan, hutang kemudian terakhir adalah emisi saham baru.

H₈ Ukuran Perusahaan terhadap Leverage

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang

bemilai 0.083 dan *p-value* yang bernilai 0.00 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara ukuran perusahaan dengan *leverage*. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan nilai aset yang besar akan semakin meningkatkan pembiayaannya melalui hutang karena dengan aset besar yang dimilikinya dapat dijadikan jaminan untuk pinjaman tersebut.

H₉ Pangsa Pasar Relatif terhadap *Leverage*

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.090 dan *p-value* yang bernilai 0.178 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara pangsa pasar relatif dengan *leverage*. Hal ini berarti semakin besar pangsa pasar perusahaan maka tingkat *leverage*-nya akan semakin rendah. Hal ini dapat disebabkan oleh keputusan perusahaan untuk mendanai perusahaannya dengan dana internal. Pengaruh tidak signifikan antara pangsa pasar relatif dengan *leverage* dapat dijelaskan dengan pangsa pasar yang besar tidak menjamin bahwa perusahaan memiliki keuntungan yang tinggi. Ketika keuntungan perusahaan tinggi, perusahaan akan menggunakan dana internal untuk mendanai kegiatan perusahaan. Sebaliknya, ketika keuntungan perusahaan rendah maka dalam struktur permodalannya, perusahaan akan menerbitkan hutang dahulu sebelum mengeluarkan ekuitas. Temuan penelitian ini mendukung *pecking order theory*.

H₁₀ Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -297.021 dan *p-value* yang bernilai 0.058 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin besar proporsi kepemilikan manajerial tidak meningkatkan nilai perusahaan karena manajemen perusahaan memiliki kendali yang tidak signifikan terhadap perusahaan. Manajemen hanya merupakan perpanjangan tangan dari pemilik mayoritas sehingga manajemen lebih banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas.

Hubungan keagenan antara manajemen dengan pemegang saham mempunyai potensi untuk mempengaruhi pembuatan keputusan, sehingga berdampak pada nilai perusahaan. Pengaruh tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan menunjukkan bahwa pengaruh proporsi kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sangat kecil. Hal ini dapat disebabkan oleh tidak terjadinya konflik keagenan di dalam perusahaan. Kondisi ini mungkin saja terjadi ketika tujuan manajemen dan pemegang saham telah sama karena proporsi kepemilikan yang dimiliki oleh manajemen memiliki komponen bonus dan remunerasi yang tidak signifikan. Kondisi seperti ini menyebabkan pihak manajemen tidak termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya sehingga peningkatan nilai pada perusahaan pun tidak terjadi.

H₁₁ Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -6.346 dan *p-value* yang bernilai 0.002 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Semakin besar proporsi kepemilikan institusional tidak menyebabkan peningkatan nilai perusahaan, karena dengan peningkatan kepemilikan saham institusional maka pengawasan terhadap manajemen akan semakin berkurang. Sehingga kinerja manajemen menjadi tidak maksimal dan tidak terjadi peningkatan nilai perusahaan. Kinerja manajemen yang tidak maksimal ini dapat disebabkan oleh dua hal yaitu (i) pengawasan pemegang saham institusional yang terlalu ketat (berlebihan) sehingga membuat pihak manajemen menjadi tidak nyaman, dan (ii) pengawasan pemegang saham institusional yang tidak maksimal sehingga fungsi manajemen dalam perusahaan pun menjadi tidak maksimal dan peningkatan nilai perusahaan tidak terjadi.

H₁₂ Pasar Modal terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pasar modal mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 2.795 dan *p-value* yang bernilai 0.398 (lebih besar dari 0.05). Koefisien

path yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara keadaan pasar modal dengan nilai perusahaan. Pengaruh tidak signifikan antara pasar modal dengan nilai perusahaan dapat disebabkan oleh struktur modal perusahaan yang relatif seimbang (antara penggunaan hutang dan ekuitas) sehingga terjadi *trade-off* dan perusahaan meraih keuntungan dari *off-set* berdasarkan kombinasi antara keduanya. Dengan demikian perusahaan tidak memasukkan pasar modal sebagai sumber pendanaan utama pada perusahaannya. Dengan penggunaan struktur modal yang relatif seimbang tersebut maka nilai perusahaan pun akan meningkat.

H₁₃ Pertumbuhan Pasar terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 6.439 dan *p-value* yang bernilai 0.039 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pertumbuhan pasar dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti meningkatnya pertumbuhan pasar akan meningkatkan *earning* perusahaan. Meningkatnya *earning* perusahaan menunjukkan prospek perusahaan yang baik di masa yang akan datang. Prospek yang baik tersebut kemudian akan direspon positif oleh investor. Respon positif tersebut akan meningkatkan harga saham dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

H₁₄ Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 3.147 dan *p-value* yang bernilai 0.174 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara profitabilitas dengan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profit yang baik menandakan prospek yang baik di masa yang akan datang. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin banyak investor yang mau berinvestasi pada perusahaan tersebut. Sehingga nilai perusahaan pun akan meningkat. Pengaruh tidak signifikan dalam temuan

penelitian ini dapat disebabkan oleh kredibilitas yang baik dari perusahaan yang dijadikan objek penelitian.

H₁₅ Pembayaran Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 2.934 dan *p-value* yang bernilai 0.047 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pembayaran dividen dengan nilai perusahaan. Semakin besar pembayaran dividen maka akan menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut sehingga harga saham perusahaan yang menggambarkan nilai perusahaan pun akan meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempengaruhi *return* saham perusahaan.

H₁₆ Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 1.247 dan *p-value* yang bernilai 0.001 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan. Semakin besar aset suatu perusahaan akan meningkat pula nilai perusahaan tersebut. Karena dalam membeli saham sebuah perusahaan, investor juga memperhatikan ukuran perusahaan yang diwakili oleh total aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Selain itu, ukuran perusahaan juga seringkali dijadikan acuan bahwa sebuah perusahaan memiliki kinerja yang bagus.

H₁₇ Pangsa Pasar Relatif terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -2.839 dan *p-value* yang bernilai 0.029 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara pangsa pasar relatif dengan nilai perusahaan. Hubungan tidak signifikan antara pangsa pasar relatif dengan nilai perusahaan dapat disebabkan oleh kredibilitas perusahaan yang sudah baik di mata investor. Sehingga dalam melakukan pembelian

saham perusahaan, investor tidak terlalu mempertimbangkan pangsa pasar relatif perusahaan. Selain itu, sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya bahwa pangsa pasar relatif tidak mengindikasikan keuntungan perusahaan yang tinggi. Apabila perusahaan memiliki keuntungan yang tinggi maka nilai perusahaannya pun akan meningkat dan sebaliknya.

H₁₈ Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -5.246 dan *p-value* yang bernilai 0.022 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara *leverage* dengan nilai perusahaan. Semakin tinggi *leverage* maka nilai perusahaan akan menurun, karena *leverage* yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress* sehingga nilai perusahaan menurun. Hal ini sesuai dengan teori struktur modal *trade-off* yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung *pecking order theory* yang menyebutkan urutan preferensi (hierarki) perusahaan dalam penggunaan dana. Dalam *pecking order theory* dikatakan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Jika diperlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih pinjaman yang aman sebelum mengeluarkan emisi saham baru.

Berdasarkan penjelasan untuk masing-masing hipotesis di atas, hubungan dan pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen dapat diringkas dan disimpulkan sebagai berikut:

Tabel 4.11 Ringkasan uji hipotesa kelompok LQ45

Hipotesis	Pengaruh	Hasil Penelitian	Signifikansi	Kesimpulan
H ₁	Negatif	Positif	Tidak Signifikan	H ₀₁ Diterima
H ₂	Negatif	Negatif	Signifikan	H _{a2} Diterima
H ₃	Negatif	Negatif	Signifikan	H _{a3} Diterima
H ₄	Negatif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{a4} Diterima

Tabel 4.11 Ringkasan uji hipotesa kelompok LQ45 (lanjutan)

Hipotesis	Pengaruh	Hasil Penelitian	Signifikansi	Kesimpulan
H ₅	Positif	Positif	Signifikan	H _{a5} Diterima
H ₆	Negatif	Negatif	Signifikan	H _{a6} Diterima
H ₇	Positif	Positif	Signifikan	H _{a7} Diterima
H ₈	Positif	Positif	Signifikan	H _{a8} Diterima
H ₉	Positif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{o9} Diterima
H ₁₀	Positif	Negatif	Tidak Signifikan	H _{o10} Diterima
H ₁₁	Positif	Negatif	Signifikan	H _{o11} Diterima
H ₁₂	Positif	Positif	Tidak Signifikan	H _{a12} Diterima
H ₁₃	Positif	Positif	Signifikan	H _{a13} Diterima
H ₁₄	Positif	Positif	Tidak Signifikan	H _{a14} Diterima
H ₁₅	Positif	Positif	Signifikan	H _{a15} Diterima
H ₁₆	Positif	Positif	Signifikan	H _{a16} Diterima
H ₁₇	Positif	Negatif	Signifikan	H _{o17} Diterima
H ₁₈	Negatif	Negatif	Signifikan	H _{a18} Diterima

4.2.2.4 Uji keseluruhan *structural model* Kelompok LQ45

Berikut merupakan nilai *Squared Multiple Correlation* (R^2) untuk kelompok LQ45:

Tabel 4.12 *Squared Multiple Correlations* (R^2) kelompok LQ45

Variabel Dependen	Variabel Independen	R^2
<i>Leverage</i>	Kepemilikan Manajerial	0.0016
	Kepemilikan Institusional	0.0538
	Tingkat Bunga	0.0529
	Pasar Modal	0.0005
	Pertumbuhan Pasar	0.0449
	Profitabilitas	0.0441
	Pembayaran Dividen	0.0424

Tabel 4.12 *Squared Multiple Correlations (R²)* kelompok LQ45 (lanjutan)

Variabel Dependen	Variabel Independen	R ²
Nilai Perusahaan	Ukuran Perusahaan	0.2735
	Pangsa Pasar Relatif	0.0187
	Kepemilikan Manajerial	0.0506
	Kepemilikan Institusional	0.0718
	Pasar Modal	0.0092
	Pertumbuhan Pasar	0.0310
	Profitabilitas	0.0519
	Pembayaran Dividen	0.0272
	Ukuran Perusahaan	0.1142
	Pangsa Pasar Relatif	0.0571

Dari tabel 4.12 di atas, dapat dilihat bahwa ukuran perusahaan memiliki nilai R² tertinggi yaitu sebesar 0.2735, artinya ukuran perusahaan berkontribusi besar terhadap varians *leverage* sebesar 27.35%, sedangkan sisanya sebesar 72.65% dijelaskan oleh *measurement error*, sehingga dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan indikator yang paling baik dari *leverage*, sedangkan keadaan pasar modal merupakan indikator yang paling kurang baik dari variabel *leverage* karena mempunyai nilai R² yang paling kecil dibandingkan dengan indikator lainnya.

Untuk nilai perusahaan, *Leverage* memiliki nilai R² tertinggi diantara variabel endogen lainnya, yaitu sebesar 0.1190. Hal ini berarti bahwa *leverage* berkontribusi besar terhadap varians nilai perusahaan sebesar 11.90%, sedangkan 88.1% sisanya dijelaskan oleh *measurement error* dan dapat dikatakan bahwa *leverage* merupakan merupakan indikator terbaik dari nilai perusahaan. Variabel keadaan pasar modal merupakan indikator yang paling kurang baik dari variabel nilai perusahaan karena mempunyai nilai R² yang paling kecil dibandingkan dengan indikator lainnya.

4.2.2.5 Uji Koefisien Gamma dan Beta Kelompok NON LQ45

Berikut merupakan hubungan dan pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen hasil pengolahan data untuk kelompok NON LQ45:

Tabel 4.13 Koefisien Jalur Kelompok NON LQ45

Hipotesis	Variabel Dependen	Variabel Independen	Koefisien Path (P-value)
H ₁	<i>Leverage</i>	Kepemilikan Manajerial	-0.288 (0.130)
H ₂	<i>Leverage</i>	Kepemilikan Institusional	-0.189 (0.024)
H ₃	<i>Leverage</i>	Tingkat Bunga	-15.061 (0.041)
H ₄	<i>Leverage</i>	Pasar Modal	0.019 (0.925)
H ₅	<i>Leverage</i>	Pertumbuhan Pasar	0.343 (0.012)
H ₆	<i>Leverage</i>	Profitabilitas	0.215 (0.006)
H ₇	<i>Leverage</i>	Pembayaran Dividen	0.453 (0.00)
H ₈	<i>Leverage</i>	Ukuran Perusahaan	0.047 (0.01)
H ₉	<i>Leverage</i>	Pangsa Pasar Relatif	-0.248 (0.007)
H ₁₀	Nilai Perusahaan	Kepemilikan Manajerial	-0.828(0.241)
H ₁₁	Nilai Perusahaan	Kepemilikan Institusional	-0.797 (0.012)
H ₁₂	Nilai Perusahaan	Pasar Modal	0.164 (0.826)
H ₁₃	Nilai Perusahaan	Pertumbuhan Pasar	0.089 (0.863)
H ₁₄	Nilai Perusahaan	Profitabilitas	0.552 (0.059)
H ₁₅	Nilai Perusahaan	Pembayaran Dividen	1.664 (0.001)
H ₁₆	Nilai Perusahaan	Ukuran Perusahaan	0.128 (0.021)
H ₁₇	Nilai Perusahaan	Pangsa Pasar Relatif	0.966 (0.006)
H ₁₈	Nilai Perusahaan	<i>Leverage</i>	-1.636 (0.00)

Berdasarkan pengujian parsial yang digambarkan pada tabel 4.13, dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing hipotesis berikut:

H₁ Kepemilikan Manajerial terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.288 dan *p-value* yang bernilai 0.130 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan manajerial dengan *leverage*. Dengan penjelasan bahwa proporsi

kepemilikan manajerial mempengaruhi keputusan pembiayaan perusahaan melalui hutang karena manajemen mempunyai kendali dalam menentukan hutang, sebagaimana kendali yang dipegang oleh pemilik mayoritas. Temuan penelitian ini tidak mendukung *agency theory*. Dalam *Agency theory* dikatakan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial dapat mengatasi konflik keagenan. Namun dengan adanya pengaruh negatif tersebut dapat dikatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial, maka keputusan pendanaan dengan menggunakan hutang tidak berkurang. Hubungan tidak signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap *leverage* dapat disebabkan oleh penerapan struktur modal perusahaan yang telah optimal. Hal ini merupakan penjelasan dari teori *static trade-off*, yang menjelaskan bahwa perusahaan yang telah mencapai titik optimal pada struktur permodalannya mengalami *trade-off* antara penggunaan hutang dan ekuitas. Selain itu, hubungan tidak signifikan tersebut dapat pula disebabkan oleh tidak terjadinya konflik di dalam perusahaan. Ketika tingkat *leverage* perusahaan rendah, manajemen akan cenderung malas karena tidak ada kewajiban perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dalam pembayaran bunga. Sebaliknya, ketika tingkat *leverage* perusahaan terlalu tinggi pun manajemen akan merasa kesulitan untuk memenuhi kewajiban perusahaan dalam pembayaran bunga. Sehingga dalam kondisi seperti ini, manajemen akan cenderung *hopeless*.

H₂ Kepemilikan Institusional terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.189 dan *p-value* yang bernilai 0.024 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan institusional dengan *leverage*. Hal ini berarti semakin besar proporsi kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat pula kontrol terhadap manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional saham perusahaan, maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif dan manajemen akan lebih berhati-hati dalam melakukan pinjaman sehingga *leverage* akan menurun.

H₃ Tingkat Bunga terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa tingkat bunga mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -15.061 dan *p-value* yang bernilai 0.041 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara tingkat bunga dengan *leverage*. Semakin tinggi tingkat bunga maka perusahaan akan mengurangi pinjamannya sehingga *leverage* perusahaan menurun.

H₄ Pasar Modal terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa pasar modal mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.019 dan *p-value* yang bernilai 0.925 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pasar modal dengan *leverage*. Semakin bergairah pasar modal, minat perusahaan dalam melakukan pinjaman menjadi menurun karena perusahaan akan lebih memilih untuk mengeluarkan emisi saham baru pada pasar modal. Dan sebaliknya, ketika pasar modal sedang tidak bergairah, perusahaan cenderung meningkatkan pinjamannya. Hal ini dapat disebabkan adanya motivasi pembagian risiko dengan pihak lain. Temuan penelitian ini mendukung teori *equity market timing*. Pengaruh tidak signifikan antara pasar modal terhadap *leverage* dapat disebabkan oleh preferensi perusahaan dalam penggunaan hutang dalam struktur modalnya. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi sehingga memilih untuk menggunakan dana internal. Alasan berikutnya adalah pasar modal bukanlah pilihan utama perusahaan dalam menentukan proporsi struktur modalnya. Dengan kata lain, temuan ini mendukung *pecking order theory*.

H₅ Pertumbuhan Pasar terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari Koefisien *path* yang bernilai 0.343 dan *p-value* yang bernilai 0.012 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pasar modal dengan *leverage*. Semakin tinggi pertumbuhan pasar maka peluang bisnis perusahaan

semakin besar pula, karena itu perusahaan meningkatkan pendanaannya melalui hutang sehingga *leverage* meningkat.

H₆ Profitabilitas terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.215 dan *p-value* yang bernilai 0.006 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara profitabilitas dengan *leverage*. Semakin meningkat profitabilitas perusahaan, tingkat pinjaman perusahaan dalam pembiayaannya pun meningkat.

H₇ Pembayaran Dividen terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.453 dan *p-value* yang bernilai 0.00 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pembayaran dividen dengan *leverage*. Semakin besar pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan maka semakin besar pula pendanaan yang dilakukan melalui hutang, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung melakukan pembiayaan berdasarkan urutan laba ditahan, hutang kemudian terakhir adalah emisi saham baru.

H₈ Ukuran Perusahaan terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.047 dan *p-value* yang bernilai 0.01 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara ukuran perusahaan dengan *leverage*. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan nilai aset yang besar akan semakin meningkatkan pembiayaannya melalui hutang karena dengan aset besar yang dimilikinya dapat dijadikan jaminan untuk pinjaman tersebut.

H₉ Pangsa Pasar Relatif terhadap *Leverage*

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path*

yang bernilai -0.248 dan p -value yang bernilai 0.007 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien $path$ yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara pangsa pasar relatif dengan *leverage*. Hal ini berarti semakin besar pangsa pasar perusahaan maka tingkat *leverage*-nya akan semakin rendah. Hal ini dapat disebabkan oleh keputusan perusahaan untuk mendanai perusahaannya dengan dana internal. Pengaruh tidak signifikan antara pangsa pasar relatif dengan *leverage* dapat dijelaskan dengan pangsa pasar yang besar tidak menjamin bahwa perusahaan memiliki keuntungan yang tinggi. Ketika keuntungan perusahaan tinggi, perusahaan akan menggunakan dana internal untuk mendanai kegiatan perusahaan. Sebaliknya, ketika keuntungan perusahaan rendah maka dalam struktur permodalannya, perusahaan akan menerbitkan hutang dahulu sebelum mengeluarkan ekuitas. Temuan penelitian ini mendukung *pecking order theory*.

H₁₀ Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien $path$ yang bernilai -0.828 dan p -value yang bernilai 0.241 (lebih besar dari 0.05). Koefisien $path$ yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin besar proporsi kepemilikan manajerial tidak meningkatkan nilai perusahaan karena manajemen perusahaan memiliki kendali yang tidak signifikan terhadap perusahaan. Manajemen hanya merupakan perpanjangan tangan dari pemilik mayoritas sehingga manajemen lebih banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas. Hubungan keagenan antara manajemen dengan pemegang saham mempunyai potensi untuk mempengaruhi pembuatan keputusan, sehingga berdampak pada nilai perusahaan. Pengaruh tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan menunjukkan bahwa pengaruh proporsi kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sangat kecil. Hal ini dapat disebabkan oleh tidak terjadinya konflik keagenan di dalam perusahaan. Kondisi ini mungkin saja terjadi ketika tujuan manajemen dan pemegang saham telah sama karena proporsi kepemilikan yang dimiliki oleh manajemen memiliki komponen bonus dan remunerasi yang tidak

signifikan. Kondisi seperti ini menyebabkan pihak manajemen tidak termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya sehingga peningkatan nilai pada perusahaan pun tidak terjadi.

H₁₁ Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai -0.797 dan *p-value* yang bernilai 0.012 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Semakin besar proporsi kepemilikan institusional tidak menyebabkan peningkatan nilai perusahaan, karena dengan peningkatan kepemilikan saham institusional maka pengawasan terhadap manajemen akan semakin berkurang. Sehingga kinerja manajemen menjadi tidak maksimal dan tidak terjadi peningkatan nilai perusahaan. Kinerja manajemen yang tidak maksimal ini dapat disebabkan oleh dua hal yaitu (i) pengawasan pemegang saham institusional yang terlalu ketat (berlebihan) sehingga membuat pihak manajemen menjadi tidak nyaman, dan (ii) pengawasan pemegang saham institusional yang tidak maksimal sehingga fungsi manajemen dalam perusahaan pun menjadi tidak maksimal dan peningkatan nilai perusahaan tidak terjadi.

H₁₂ Pasar Modal terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa pasar modal mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.164 dan *p-value* yang bernilai 0.826 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara keadaan pasar modal dengan nilai perusahaan. Dengan demikian, keadaan pasar modal tidak mempengaruhi minat investor dalam membeli saham perusahaan. Hal ini dapat disebabkan oleh bentuk pasar modal Indonesia yang termasuk dalam bentuk lemah dan tidak efisien. Kondisi ini memungkinkan investor untuk mendapatkan *abnormal return* dari investasinya.

H₁₃ Pertumbuhan Pasar terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.089 dan *p-value* yang bernilai 0.863 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pertumbuhan pasar dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti meningkatnya pertumbuhan pasar akan meningkatkan *earning* perusahaan. Meningkatnya *earning* perusahaan menunjukkan prospek perusahaan yang baik di masa yang akan datang. Prospek yang baik tersebut kemudian akan direspon positif oleh investor. Respon positif tersebut akan meningkatkan harga saham dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Pengaruh tidak signifikan antara pertumbuhan pasar dan nilai perusahaan dapat disebabkan oleh keadaan pasar modal Indonesia yang tergolong ke dalam bentuk lemah dan tidak efisien, sehingga memungkinkan investor untuk mendapatkan *abnormal return* dari investasinya tanpa terlalu mempertimbangkan pertumbuhan pasar dari perusahaan.

H₁₄ Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.552 dan *p-value* yang bernilai 0.059 (lebih besar dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara profitabilitas dengan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profit yang baik menandakan prospek yang baik di masa yang akan datang. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin banyak investor yang mau berinvestasi pada perusahaan tersebut. Sehingga nilai perusahaan pun akan meningkat. Pengaruh tidak signifikan antara profitabilitas dan nilai perusahaan dapat disebabkan oleh keadaan pasar modal Indonesia yang tergolong ke dalam bentuk lemah dan tidak efisien, sehingga memungkinkan investor untuk mendapatkan *abnormal return* dari investasinya. *Abnormal return* yang diharapkan dapat membuat investor mengabaikan faktor profitabilitas perusahaan.

H₁₅ Pembayaran Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 1.664 dan *p-value* yang bernilai 0.001 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pembayaran dividen dengan nilai perusahaan. Semakin besar pembayaran dividen maka akan menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut sehingga harga saham perusahaan yang menggambarkan nilai perusahaan pun akan meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempengaruhi *return* saham perusahaan.

H₁₆ Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.128 dan *p-value* yang bernilai 0.021 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan. Semakin besar aset suatu perusahaan akan meningkat pula nilai perusahaan tersebut. Karena dalam membeli saham sebuah perusahaan, investor juga memperhatikan ukuran perusahaan yang diwakili oleh total aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Selain itu, ukuran perusahaan juga seringkali dijadikan acuan bahwa sebuah perusahaan memiliki kinerja yang bagus.

H₁₇ Pangsa Pasar Relatif terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang bernilai 0.966 dan *p-value* yang bernilai 0.006 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bernilai positif mengindikasikan hubungan searah antara pangsa pasar relatif dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti dalam melakukan pembelian saham perusahaan banyak investor yang mempertimbangkan pangsa pasar relatif.

H₁₈ Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien *path* yang

bemilai -1.636 dan *p-value* yang bemilai 0.00 (lebih kecil dari 0.05). Koefisien *path* yang bemilai negatif mengindikasikan hubungan tidak searah antara *leverage* dengan nilai perusahaan. Semakin tinggi *leverage* maka nilai perusahaan akan menurun, karena *leverage* yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress* sehingga nilai perusahaan menurun. Hal ini sesuai dengan teori struktur modal *trade-off* yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan untuk masing-masing hipotesis di atas, hubungan dan pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen dapat diringkas dan disimpulkan sebagai berikut:

Tabel 4.14 Ringkasan uji hipotesa kelompok NON LQ45

Hipotesis	Pengaruh	Hasil Penelitian	Signifikansi	Kesimpulan
H ₁	Negatif	Negatif	Tidak Signifikan	H ₀₁ Diterima
H ₂	Negatif	Negatif	Signifikan	H ₂₂ Diterima
H ₃	Negatif	Negatif	Signifikan	H ₃₃ Diterima
H ₄	Negatif	Positif	Tidak Signifikan	H ₀₄ Diterima
H ₅	Positif	Positif	Signifikan	H ₅₅ Diterima
H ₆	Negatif	Positif	Signifikan	H ₂₆ Diterima
H ₇	Positif	Positif	Signifikan	H ₃₇ Diterima
H ₈	Positif	Positif	Signifikan	H ₃₈ Diterima
H ₉	Positif	Negatif	Signifikan	H ₂₉ Diterima
H ₁₀	Positif	Negatif	Tidak Signifikan	H ₀₁₀ Diterima
H ₁₁	Positif	Negatif	Signifikan	H ₂₁₁ Diterima
H ₁₂	Positif	Positif	Tidak Signifikan	H ₀₁₂ Diterima
H ₁₃	Positif	Positif	Tidak Signifikan	H ₀₁₃ Diterima
H ₁₄	Positif	Positif	Tidak Signifikan	H ₀₁₄ Diterima
H ₁₅	Positif	Positif	Signifikan	H ₂₁₅ Diterima
H ₁₆	Positif	Positif	Signifikan	H ₂₁₆ Diterima
H ₁₇	Positif	Positif	Signifikan	H ₂₁₇ Diterima
H ₁₈	Negatif	Negatif	Signifikan	H ₂₁₈ Diterima

4.2.2.6 Uji keseluruhan *structural model* Kelompok NON LQ45

Berikut merupakan nilai *Squared Multiple Correlation* (R^2) untuk kelompok NON LQ45:

Tabel 4.15 *Squared Multiple Correlations* (R^2) kelompok NON LQ45

Variabel Dependen	Variabel Independen	R^2
<i>Leverage</i>	Kepemilikan Manajerial	0.0156
	Kepemilikan Institusional	0.0392
	Tingkat Bunga	0.0338
	Pasar Modal	0.000064
	Pertumbuhan Pasar	0.0441
	Profitabilitas	0.0492
	Pembayaran Dividen	0.0702
	Ukuran Perusahaan	0.0823
	Pangsa Pasar Relatif	0.0432
Nilai Perusahaan	Kepemilikan Manajerial	0.0027
	Kepemilikan Institusional	0.0292
	Pasar Modal	0.0003
	Pertumbuhan Pasar	0.0094
	Profitabilitas	0.0049
	Pembayaran Dividen	0.0327
	Ukuran Perusahaan	0.0110
	Pangsa Pasar Relatif	0.1505
	<i>Leverage</i>	0.3036

Dari tabel 4.15 di atas, dapat dilihat bahwa ukuran perusahaan memiliki nilai R^2 tertinggi yaitu sebesar 0.0823, artinya ukuran perusahaan berkontribusi besar terhadap varians *leverage* sebesar 8.23%, sedangkan sisanya sebesar 91.77% dijelaskan oleh *measurement error*, sehingga dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan indikator yang paling baik dari *leverage*, sedangkan keadaan

pasar modal merupakan indikator yang paling kurang baik dari variabel *leverage* karena mempunyai nilai R^2 yang paling kecil dibandingkan dengan indikator lainnya.

Untuk nilai perusahaan, *Leverage* memiliki nilai R^2 tertinggi diantara variabel endogen lainnya, yaitu sebesar 0.3036. Hal ini berarti bahwa *leverage* berkontribusi besar terhadap varians nilai perusahaan sebesar 30.36%, sedangkan 69.64% sisanya dijelaskan oleh *measurement error* dan dapat dikatakan bahwa *leverage* merupakan indikator terbaik dari nilai perusahaan. Variabel keadaan pasar modal merupakan indikator yang paling kurang baik dari variabel nilai perusahaan karena mempunyai nilai R^2 yang paling kecil dibandingkan dengan indikator lainnya.

4.3 Ringkasan Hasil Pengujian dan Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan dari seluruh objek penelitian dan masing-masing kelompok objek penelitian, berikut merupakan ringkasan dan perbandingan antara hipotesis penelitian dan hasil penelitian serta pengaruh dan signifikansi variabel eksogen terhadap *Leverage*:

Tabel 4.16

Ringkasan dan perbandingan hipotesis penelitian dengan hasil penelitian serta pengaruh variabel eksogen terhadap *Leverage*

Variabel Independen	Hipotesis	Hasil Penelitian		
		Seluruh Objek Penelitian	LQ45	NON LQ45
Kepemilikan Manajerial	-	-0.076*	3.733*	-0.288*
Kepemilikan Institusional	-	-0.167**	-0.278*	-0.189**
Tingkat Bunga	-	-9.195*	-12.256**	-15.061**
Keadaan Pasar Modal	-	-0.011***	-0.047***	0.019*
Pertumbuhan Pasar	+	-0.277**	0.361**	0.343**
Profitabilitas	-	-0.157***	-0.280**	0.215*
Pembayaran Dividen	+	0.284***	0.168**	0.453*
Ukuran Perusahaan	+	0.042***	0.083***	0.047*
Pangsa Pasar Relatif	+	-0.045*	-0.090*	-0.248*

Keterangan:

* : Signifikan dengan Tingkat Kepercayaan 10%

** : Signifikan dengan Tingkat Kepercayaan 5%

*** : Signifikan dengan Tingkat Kepercayaan 1%

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan dari seluruh objek penelitian dan masing-masing kelompok objek penelitian, berikut merupakan ringkasan dan perbandingan antara hipotesis penelitian dan hasil penelitian serta pengaruh dan signifikansi variabel eksogen terhadap Nilai Perusahaan:

Tabel 4.17

Ringkasan dan perbandingan hipotesis penelitian dengan hasil penelitian serta pengaruh variabel eksogen terhadap Nilai Perusahaan

Variabel Independen	Hipotesis	Hasil Penelitian		
		Seluruh Objek Penelitian	LQ45	NON LQ45
Kepemilikan Manajerial	+	-1.246*	-297.021*	-0.828*
Kepemilikan Institusional	+	-2.031**	-6.346***	-0.797**
Keadaan Pasar Modal	+	-0.078*	2.795*	0.164*
Pertumbuhan Pasar	+	3.422**	6.439**	0.089*
Profitabilitas	+	1.834***	3.147*	0.552*
Pembayaran Dividen	+	1.303*	2.934**	1.664***
Ukuran Perusahaan	+	0.373**	1.247***	0.128**
Pangsa Pasar Relatif	+	-0.390*	-2.839**	0.966*
<i>Leverage</i>	-	-3.636***	-5.246**	-1.636*

Keterangan:

* : Signifikan dengan Tingkat Kepercayaan 10%

** : Signifikan dengan Tingkat Kepercayaan 5%

*** : Signifikan dengan Tingkat Kepercayaan 1%

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan saham (institusional dan manajerial), faktor eksternal (tingkat bunga, keadaan pasar modal dan pertumbuhan pasar) dan faktor internal (profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif) terhadap tingkat *leverage* perusahaan.
 - a. Variabel struktur kepemilikan saham yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan institusional secara keseluruhan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*.
 - b. Variabel faktor eksternal yang terdiri dari variabel tingkat bunga, keadaan pasar modal, dan pertumbuhan pasar secara keseluruhan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*.
 - c. Variabel faktor internal yang terdiri dari profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan, dan pangsa pasar relatif secara keseluruhan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*.

Dengan memperhatikan signifikansi dan koefisien gamma dari setiap variabel eksogen terhadap *leverage*, pada seluruh kelompok objek penelitian, faktor eksternal (tingkat bunga) memiliki pengaruh yang paling besar terhadap keputusan pendanaan perusahaan.

2. Terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan saham (institusional dan manajerial), faktor eksternal (keadaan pasar modal dan pertumbuhan pasar), faktor internal (profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif) dan tingkat *leverage* terhadap nilai perusahaan.

Berikut merupakan ringkasan hubungan dan pengaruh variabel eksogen terhadap nilai perusahaan:

- a. Variabel struktur kepemilikan saham yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan institusional secara keseluruhan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
- b. Variabel faktor eksternal yang terdiri dari variabel keadaan pasar modal, dan pertumbuhan pasar secara keseluruhan memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
- c. Variabel faktor internal yang terdiri dari profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan, dan pangsa pasar relatif secara keseluruhan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
- d. *Leverage* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dengan memperhatikan signifikansi dan koefisien gamma dari setiap variabel eksogen terhadap nilai perusahaan, pada kelompok seluruh objek penelitian dan kelompok NON LQ45, *leverage* memberikan pengaruh yang paling besar terhadap nilai perusahaan. Berbeda halnya dengan kelompok LQ45, faktor eksternal (pertumbuhan pasar) memberikan pengaruh yang terbesar terhadap nilai perusahaan. Hal ini sangat sesuai dengan karakteristik kelompok perusahaan yang termasuk dalam kelompok LQ45, yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar dalam industrinya.

5.2 Saran

Dalam penelitian ini ditemukan beberapa faktor yang secara signifikan mempengaruhi tingkat *leverage* dan nilai perusahaan. Perusahaan, melalui manajer keuangan, hendaknya memperhatikan beberapa faktor tersebut sehingga struktur modal yang optimal dapat tercapai dan nilai perusahaan menjadi maksimal.

Sebelum melakukan investasi, investor hendaknya mempertimbangkan beberapa faktor yang dibahas dalam penelitian ini sehingga dapat dicapai imbal hasil yang diharapkan, sesuai dengan preferensi dan *risk appetite* investor.

Penelitian ini belum menggunakan kepemilikan asing sebagai indikator dari variabel laten eksogen struktur kepemilikan saham. Penelitian mendatang perlu memasukan kepemilikan asing sebagai dari indikator struktur kepemilikan saham agar dapat diamati pelaksanaan *good corporate governance* dalam perusahaan publik. Pada penelitian berikutnya perlu diadakan penelitian mengenai pengaruh-pengaruh variabel endogen dan variabel eksogen dengan menambahkan sampel yang lebih banyak dan juga menggunakan analisis SEM dengan konseptualisasi model yang berbeda dan menggunakan *software* lainnya.



DAFTAR REFERENSI

- Assauri, S., (1999). Manajemen Pemasaran: Dasar, Konsep dan Strategi. Cetakan Keenam. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Bernstein, L.A., Mayers S.C., & Marcus J., (1995). Fundamental of Corporate Finance (4th ed.), USA: Grew-Hill Inc.
- Cotei, C., & Farhat, J. (2009). The trade-off theory and the pecking order theory are they mutually exclusive?. *Journal of Finance and Banking Research* Vol. 3 No. 3, North America.
- Darminto. (2005). Pengujian Teori Trade –Off dan Teori Pecking Order dengan Satu Model Dinamis pada Perusahaan Publik di Indonesia.
- Davies, J.R., Hillier, D., McColgan, P. (2005). Ownership structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of Corporate Finance*, 11, 645-660.
- Fama, E.F. (1970). Efficient market: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of Corporate Finance*, Volume 2. Chapter 12.
- Ghosh, S. (2007). Leverage, managerial monitoring and firm valuation: A simultaneous equation approach. *Research in Economics*, 61, 84-98.
- Ghozali, I. (2004). Model persamaan structural, Konsep & Aplikasi dengan program AMOS 16.0. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hermuningsih, S., Harjito, D.A., & Wardani, D.K. The Influence of insider ownership, dividend policy and debt policy to the firm value at companies which are enlisted in Indonesia stock exchange.
- Home, V.J.C. (1986). Financial Management and Policy (7th Ed.), Libros: Prentice-Hall.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3, 305-360.
- LaPorta, R., Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. (1996). Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *Journal of Finance*, 52, 859-874

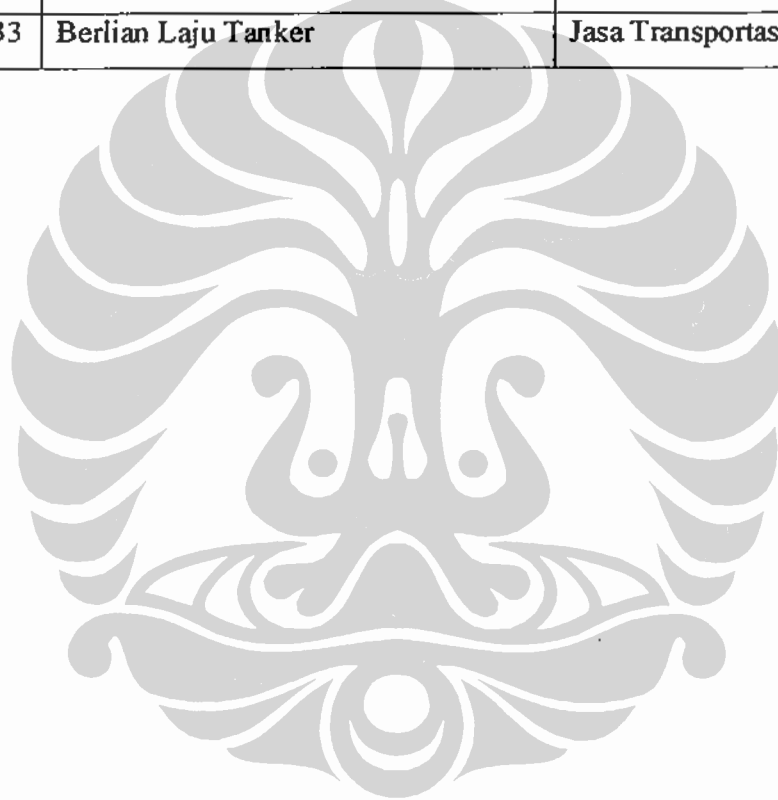
- Munandar, M. (1983). *Pokok-Pokok Intermediate Accounting*; edisi kelima, Yogyakarta: Liberty.
- Nasser, Ety M., Fielyandi F., (2006). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Hutang Sebagai Variabel Intervening Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ekonomi STEI*, No.2.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.F., & Jordan, B.D. (2008). *Modern financial management* (8th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Samuelsons, P.A., Nordhaus, W.D. (1995). *Economics* (15th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Suadi, A. (1994). *Akuntansi Keuangan Menengah* edisi kedua. Yogyakarta: STIE.
- Sujoko. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* Vol. 9 no. 1, Surabaya: Universitas Kristen Petra.
- Widjaya, Ernawati. (2001). Pengujian efisiensi pasar modal bentuk lemah di Bursa Efek Jakarta Periode Januari-Juli.

LAMPIRAN

Lampiran 1: Daftar perusahaan kelompok LQ45

No	Nama Perusahaan	Industri
1	Astra Agro Lestari	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
2	Central proteinaprima	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
3	Bakrie Sumatera Plantations	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
4	Charoen Pokphand	<i>Animal Feed and Husbandry</i>
5	Bank Central Asia	Perbankan
6	Bank Negara Indonesia	Perbankan
7	Bank Rakyat Indonesia	Perbankan
8	Bank Danamon	Perbankan
9	Bank Mandiri	Perbankan
10	Bank CIMB Niaga	Perbankan
11	Bank Internasional Indonesia	Perbankan
12	Truba Alam Manunggal Engineering	Konstruksi
13	Bakrie & Brothers	<i>Holding and Other Investment companies</i>
14	Astra International	Manufaktur
15	Indofood Sukses Makmur	Manufaktur
16	Indah Kiat Pulp and Papers	Manufaktur
17	Holcim Indonesia	Manufaktur
18	Tunas Baru Lampung	Manufaktur
19	United Tractors	Manufaktur
20	Aneka Tambang	<i>Mining and Mining Services</i>
21	Bumi Resources	<i>Mining and Mining Services</i>
22	Energi Mega Persada	<i>Mining and Mining Services</i>
23	International Nickel Indonesia	<i>Mining and Mining Services</i>
24	Medco	<i>Mining and Mining Services</i>
25	Perusahaan Gas Negara	<i>Mining and Mining Services</i>

No	Nama Perusahaan	Industri
26	Tambang Batubara Bukit Asam	<i>Mining and Mining Services</i>
27	Timah	<i>Mining and Mining Services</i>
28	Ciputra Development	<i>Real Estate & Property</i>
29	Kawasan Industri Jababeka	<i>Real Estate & Property</i>
30	Bakrie Telecom	Telekomunikasi
31	Indosat	Telekomunikasi
32	Telekomunikasi Indonesia	Telekomunikasi
33	Berlian Laju Tanker	Jasa Transportasi



Lampiran 2: Daftar perusahaan kelompok NON LQ45

No	Nama Perusahaan	Industri
1	PP London Sumatera	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
2	Sampoerna Agro	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
3	Bisi International	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
4	Inti Agri Resources	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
5	JAPFA	<i>Animal Feed and Husbandry</i>
6	Malindo Feedmill	<i>Animal Feed and Husbandry</i>
7	Bank Pan Indonesia (Panin Bank)	Perbankan
8	Bank Permata	Perbankan
9	Bank Mega	Perbankan
10	Bank OCBC NISP	Perbankan
11	Bank Bukopin	Perbankan
12	Bank Artha Graha Internasional	Perbankan
13	Bank Victoria International	Perbankan
14	Bank Swadesi	Perbankan
15	Darma Henwa	Konstruksi
16	Adhi Karya	Konstruksi
17	Duta Graha Indah	Konstruksi
18	Global Mediacom	<i>Holding and Other Investment companies</i>
19	Polaris Investama	<i>Holding and Other Investment companies</i>
20	Astra Otoparts	Manufaktur
21	SMART	Manufaktur
22	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	Manufaktur
23	Indocement Tunggal Prakarsa	Manufaktur
24	Davomas Abadi	Manufaktur
25	Gajah Tunggal	Manufaktur
26	Semen Gresik	Manufaktur
27	Fajar Surya Wisesa	Manufaktur

No	Nama Perusahaan	Industri
28	ATPK Resources	<i>Mining and Mining Services</i>
29	Indo Tambangraya Megah	<i>Mining and Mining Services</i>
30	Sugih Energy	<i>Mining and Mining Services</i>
31	Perdana Karya Perkasa	<i>Mining and Mining Services</i>
32	Central Korporindo Internasional	<i>Mining and Mining Services</i>
33	Citatah Industri Marmer	<i>Mining and Mining Services</i>
34	Lippo Karawaci	<i>Real Estate & Property</i>
35	Bakrieland Development	<i>Real Estate & Property</i>
36	Ciputra Surya	<i>Real Estate & Property</i>
37	Excelcomindo	Telekomunikasi
38	Mobile-8 Telecom	Telekomunikasi
39	Mitra Rajasa	Jasa Transportasi
40	Samudera Indonesia	Jasa Transportasi

Lampiran 3: Sampel data - diolah

Perusahaan	FV	DAR	OM	OI	TB	KPM	PP	OPM	DPR	SIZE	PPR
LQ45											
Truba Alam Manunggal Engineering	-11.425	0.650	0.000	0.616	0.141	33.423	0.297	0.118	0.000	27.898	0.303
Indah Kiat Pulp and Papers	0.078	0.645	0.000	0.553	0.141	33.423	0.276	0.120	0.200	31.576	1.000
Tunas Baru Lampung	-1.959	0.620	0.001	0.596	0.141	33.423	0.352	0.140	0.300	28.530	0.066
Aneka Tambang	3.691	0.273	0.000	0.750	0.141	33.423	0.438	0.560	0.040	30.120	0.548
Energi Mega Persada	-6.040	0.640	0.017	0.633	0.141	33.423	0.438	0.140	0.000	29.869	0.052
Ciputra Development	1.219	0.170	0.000	0.704	0.141	33.423	0.280	0.250	0.000	29.644	0.644
Kawasan Industri Jababeka	1.501	0.340	0.000	0.188	0.141	33.423	0.280	0.180	0.000	28.550	0.179
Indosat	-0.936	0.632	0.000	0.543	0.141	33.423	0.222	0.270	0.000	31.444	0.277
Berlian Laju Tanker	-2.597	0.840	0.001	0.454	0.141	33.423	0.068	0.310	0.274	30.660	0.889
Central Proteinaprima	0.047	0.640	0.000	0.728	0.133	33.640	0.385	0.070	0.000	29.869	1.000
Bank Intemasional Indonesia	-0.504	0.910	0.000	0.616	0.133	33.640	0.166	0.060	0.304	31.672	0.226
Truba Alam Manunggal Engineering	0.692	0.670	0.000	0.531	0.133	33.640	0.441	0.030	0.000	27.922	0.444
Bakrie & Brothers	0.438	0.550	0.000	0.408	0.133	33.640	0.335	0.280	0.000	30.866	1.000
Bumi Resources	1.702	0.761	0.000	0.266	0.133	33.640	0.292	0.330	0.139	31.696	1.000
Medco	0.241	0.620	0.000	0.567	0.133	33.640	0.292	0.270	0.178	30.708	0.381
Timah	0.121	0.340	0.000	0.650	0.133	33.640	0.292	0.230	0.050	29.386	0.245

Perusahaan	FV	DAR	OM	OI	TB	KPM	PP	OPM	DPR	SIZE	PPR
Kawasan Industri Jababeka	0.598	0.460	0.000	0.122	0.133	33.640	0.083	0.230	0.000	28.717	0.180
Berlian Laju Tanker	0.054	0.760	0.001	0.501	0.133	33.640	0.591	0.320	0.015	30.849	1.000
NON LQ45											
Gajah Tungal	-0.424	0.480	0.000	0.616	0.141	33.423	0.267	0.050	0.192	27.086	0.095
Indo Tambangraya Megah	2.154	0.410	0.000	0.776	0.141	33.423	0.438	0.160	0.328	29.620	0.332
Darma Henwa	0.441	0.480	0.000	0.550	0.133	33.640	0.441	0.120	0.000	29.404	0.363
Duta Graha Indah	0.237	0.370	0.029	0.644	0.133	33.640	0.441	0.090	0.200	27.952	0.205
Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	0.128	0.730	0.000	0.596	0.133	33.640	0.346	0.060	0.047	30.841	0.597
Gajah Tungal	0.475	0.710	0.000	0.650	0.133	33.640	0.380	0.030	0.000	27.653	0.082
Semen Gresik	2.481	0.230	0.000	0.759	0.133	33.640	0.296	0.280	0.051	29.992	0.100
Fajar Surya Wisesa	0.152	0.650	0.000	0.777	0.133	33.640	0.346	0.130	0.000	28.944	0.121
Ciputra Surya	0.497	0.290	0.000	0.399	0.133	33.640	0.083	0.310	0.000	28.401	0.228
Samudera Indonesia	0.082	0.520	0.025	0.675	0.133	33.640	0.591	0.080	0.218	29.411	0.729

Keterangan:

FV	: Nilai Perusahaan	PP	: Pertumbuhan Pasar
DAR	: Leverage	OPM	: Profitabilitas
OM	: Kepemilikan Manajerial	DPR	: Pembayaran Dividen
OI	: Kepemilikan Institusional	SIZE	: Ukuran Perusahaan
TB	: Tingkat Bunga	PPR	: Pangsa Pasar Relatif
KPM	: Keadaan Pasar Modal		

Lampiran 4: Sampel data – mentah

Truba Alam Manunggal Engineering

a. Nilai Perusahaan

Harga Saham Th. 2007	Harga Saham Th. 2008	Book Value	Firm Value
1420	50	119.91	-11.42523559

b. Leverage → DAR (Debt-to-Asset Ratio)

Total Debt	3,222,361.00
Total Asset	4,991,216.00
DAR	65%

c. Kepemilikan

2007	2008	2008	
PT Alam Manunggal	30.50% PT Mandala Kapital	27.31% PT Mandala Kapital	28.42%
PT Mandala Kapital	30.90% Indo Infrastructure Group Pte. Ltd	12.94% Indo Infrastructure Group Pte. Ltd	14.95%
Public	38.40% PT Alam Manunggal Public	59.90% PT Alam Manunggal Public	10.32%
			49.15%

d. Tingkat Bunga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia

	2007		2008	
	IDR		IDR	
	Modal Kerja	Investasi	Modal Kerja	Investasi
Jan	15.20	14.75	13.52	12.90
Feb	15.11	14.70	13.46	12.82
Mar	14.89	14.49	13.34	12.69
Apr	14.76	14.44	13.28	12.64
May	14.60	14.22	13.22	12.58
Jun	14.26	14.03	13.16	12.73
Jul	14.26	13.81	13.19	12.70
Aug	14.54	13.98	13.33	12.86
Sep	13.90	13.43	13.61	13.12
Oct	13.68	13.27	14.14	13.47
Nov	13.64	13.19	14.52	13.82
Dec	13.47	12.93	14.61	13.85
AVG	14.36	13.94	13.62	13.02
	14.15		13.32	

e. Keadaan Pasar Modal

Total Penjualan Pasar Modal Akhir Tahun 2007	327,680,000,000,000.00
Keadaan Pasar Modal 2007	33.42305864
Total Penjualan Pasar Modal Akhir Tahun 2008	407,240,000,000,000.00
Keadaan Pasar Modal 2008	33.64042381

f. Pertumbuhan Pasar

Total Penjualan Industri Tahun 2006	14,589,543.00
Total Penjualan Industri Tahun 2007	18,928,371.00
Pertumbuhan Pasar Tahun 2007	29.74%

g. Profitabilitas → OPM (Operating Profit Margin)

Operating Profit	177,951,000,000.00
Total Revenue	1,506,202,000,000.00
Operating Profit Margin	11.81%

h. Pembayaran Dividen → DPR (Dividend Payout Ratio)

EPS	15.22
DPS	-
DPR	0.00

i. Ukuran Perusahaan → Ln (Total Asset)

Total Asset Th. 2007	1,305,939,000,000
Size	27.89794344

j. Pangsa Pasar Relatif

Total Penjualan Market Leader (Adhi Karya)	4,973,867.00
Total Penjualan Perusahaan	1,506,202.00
Pangsa Pasar Relatif	30.282%