

**LAPORAN PENELITIAN
HIBAH FUNDAMENTAL**



**PERAN KINERJA PERUSAHAAN DALAM MENENTUKAN HUBUNGAN
ANTARA KEBIJAKAN PERUSAHAAN DENGAN NILAI PERUSAHAAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Oleh:

**Dr. Bambang Sudiyatno, MM
Elen Puspitasari, SE, M.Si
Andi Kartika, SE, MM**

**Dibiayai oleh Koordinasi Perguruan Tinggi Swasta Wilayah VI, Kementerian
Pendidikan dan Kebudayaan, sesuai dengan Surat Perjanjian Pelaksanaan
Hibah Penelitian Nomor: 023/006.2/PP/SP/2012, tanggal 24 Februari 2012**

**LEMBAGA PENELITIAN DAN PENGABDIAN MASYARAKAT
UNIVERSITAS STIKUBANK
S E M A R A N G
NOPEMBER 2012**

HALAMAN PENGESAHAN

1. Judul Penelitian : Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Hubungan Antara Kebijakan Perusahaan dengan Nilai Perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

2. Ketua Peneliti:
 - a. Nama Lengkap : Dr. Bambang Sudiyatno, MM
 - b. Jenis Kelamin : Laki-laki
 - c. NIY : Y2.86.05.033
 - d. Pangkat/Golongan : Penata Tingkat I /IIID
 - e. Jabatan Fungsional : Lektor
 - f. Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen.
 - g. Perguruan Tinggi : Universitas Stikubank Semarang.
 - h. Pusat Penelitian : LPPM Universitas Stikubank Semarang.
 - i. Alamat : Jl. Trilomba Juang No. 1 Semarang.
 - j. Telp/Faksimil/E-mail : (024)8311688/Fax (024)8443240/info@unisbank.ac.id
 - k. Alamat Rumah : Jl. Sendang Utara IV No. 31 Semarang
Tlp. 08156560619/e-mail: bofysatriasmara@yahoo.com

3. Lokasi Penelitian : Bursa Efek Indonesia Jakarta.
4. Jumlah Tim Peneliti: 3 orang dengan dibantu 2 orang mahasiswa.
5. Kerjasama dengan Instansi Lain:
 - Nama Instansi : -
 - Alamat : -
6. Masa Penelitian : 2 Tahun.
7. Biaya Tahun ke-1 : Rp 27.000.000,00.

Mengetahui,
Dekan Fakultas Ekonomi UNISBANK

Semarang, 13 Nopember 2012
Ketua Peneliti,

Dr. Alimuddin Rizal R, MM
NIY: Y2.88.07.046

Dr. Bambang Sudiyatno, MM
NIY: Y2.86.05.033

Mengetahui,
Ketua LP3M Universitas Stikubank

Dr. Dra. Lie Liana, M. MSi
NIY: Y2.92.07.085

DAFTAR ISI

	Hal
HALAMAN PENGESAHAN	ii
DAFTAR ISI	iii
RINGKASAN (SUMMARY)	v
PRAKATA	vi
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR GAMBAR	ix
DAFTAR LAMPIRAN	x
BAB I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Permasalahan	5
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA	
A. Landasan Teori	7
1. Teori Struktur Modal (<i>Capital Structure Theory</i>)	7
2. Teori Agensi (<i>Agency Theory</i>)	9
3. Faktor Fundamental	10
B. Penelitian Sebelumnya	13
C. Arah Pengembangan Mendatang	19
BAB III. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN	
A. Tujuan Penelitian	21

B. Keutamaan dan Manfaat Penelitian	22
BAB IV. METODE PENELITIAN	
A. Alur Penelitian	25
B. Teknik Analisis	29
BAB V. HASIL DAN PEMBAHASAN	
A. Analisis Deskriptif	33
B. Analisis dan Pembahasan Model Empirik 1.....	43
C. Analisis dan Pembahasan Model Empirik 2.....	57
D. Analisis dan Pembahasan Model Empirik 3	68
BAB VI. KESIMPULAN DAN SARAN	
A. Kesimpulan	76
B. Saran-saran	77
C. Arah Penelitian Mendatang	78
DAFTAR PUSTAKA	79
LAMPIRAN –LAMPIRAN	86

RINGKASAN

Penelitian ini menguji peran kinerja perusahaan dalam menentukan hubungan antara kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan. Tujuannya untuk mengetahui apakah pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan secara langsung atau melalui kinerja perusahaan. Oleh karena itu, maka pengujian dilakukan melalui beberapa tahap, yakni pengujian pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan, pengujian kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan, dan pengujian kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian di lakukan di Burs Efek Indonesia dengan mengambil sampel perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 s/d 2010. Metode pengambilan sampel menggunakan *purpose sampling*, dengan kriteria selama periode 2008 s/d 2010 perusahaan berturut-turut melaporkan keuangan kepada publik, perusahaan tidak pernah didelist, mengalami pertumbuhan aktiva positif dan menghasilkan laba positif. Data yang digunakan merupakan data gabungan data *time series* dan *cross section* atau yang dikenal dengan *pooling data*. Kebijakan perusahaan diproksi dengan tiga variable, yakni leverage keuangan, insentif manajer, dan capital expenditure. Sedangkan kinerja perusahaan diproksi dengan *Return on Asset* (ROA), dan nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's Q*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh negative signifikan pada level signifikansi kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif signifikan pada level signifikansi 5% terhadap nilai perusahaan. Insentif manajer berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif signifikan pada level signifikansi kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan. *Capital expenditure* berpengaruh positif signifikan pada level signifikansi kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada level signifikansi kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan.

PRAKATA

Puji syukur kami panjatkan kehadiran Allah SWT, karena berkat rahmat dan hidayahnya kami dapat melaksanakan penelitian sesuai dengan jadwal yang direncanakan. Dengan terlaksananya penelitian ini, maka kami ucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu baik secara langsung maupun tidak langsung.

1. Bapak Koordinator Kopertis Wilayah VI Jawa Tengah, dan Kementerian Pendidikan dan Kebudayaan yang telah memberikan bantuan pembiayaan dalam penelitian ini.
2. Bapak Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Stikubank yang telah memberikan ijin kepada kami untuk melakukan penelitian.
3. Ketua Lembaga Penelitian dan Pengabdian Kepada Masyarakat (LP2M) Universitas Stikubank yang telah membantu terlaksananya dalam penelitian ini.
4. Rekan-rekan dosen Fakultas Ekonomi dan Mahasiswa Universitas Stikubank yang telah memberikan dorongan dan sumbangan pemikiran hingga terlaksananya penelitian kami.

Mudah-mudahan hasil penelitian ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu dan menambah khasanah dan referensi untuk bidang penelitian yang sama di masa yang akan datang.

Semarang, Nopember 2012

Ketua Tim,

Bambang Sudiyatno

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Dunia bisnis menuntut manajemen untuk kreatif dalam upaya meningkatkan kinerjanya, mereka harus memiliki kemampuan dan dapat mengambil setiap peluang yang ada untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Hal yang penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan adalah mencari strategi, teknik dan alat-alat bisnis yang tepat dan cocok untuk perusahaannya. Laporan akuntansi menyediakan pengukuran yang berbeda untuk mengukur kinerja perusahaan, seperti *net income* (NI), *return on asset* (ROA), atau *return on equity* (ROE) untuk penamaanya.

Kinerja perusahaan sebagai barometer keberhasilan perusahaan akan dipandang sebagai tolak ukur bagi investor untuk menginvestasikan dananya. Kinerja perusahaan yang tinggi akan mendorong harga pasar saham perusahaan meningkat, karena investor akan meresponnya sebagai *signal* positif untuk menginvestasikan dananya. Sebagai representasi dari nilai perusahaan, maka meningkatnya harga pasar saham menunjukkan nilai perusahaan juga meningkat. Oleh karena itu, maka kinerja perusahaan merupakan faktor yang akan menentukan nilai perusahaan melalui kenaikan harga saham.

Beberapa literatur menunjukkan bahwa harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan ditentukan oleh tiga faktor utama, yaitu faktor internal perusahaan, faktor eksternal perusahaan, dan faktor teknikal. Faktor internal perusahaan dan faktor eksternal perusahaan merupakan faktor fundamental yang sering dipakai

sebagai dasar oleh para investor di pasar modal untuk mengambil keputusan investasinya. Sedangkan faktor teknikal lebih bersifat teknis dan psikologis, seperti; volume perdagangan saham, nilai transaksi perdagangan saham, dan kecenderungan naik turunnya harga saham.

Studi ini mengasumsikan bahwa para pemodal adalah rasional, sehingga aspek fundamental menjadi dasar penilaian (*basic valuation*) yang utama. Hal ini dikarenakan bahwa nilai saham mencerminkan nilai perusahaan, tidak hanya nilai intrinsik suatu saat, tetapi juga yang lebih penting adalah harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai kekayaan di masa depan. Penelitian ini menekankan pada faktor fundamental mikro yang sering dipandang sebagai faktor penting yang menentukan harga saham.

Faktor fundamental mikro dalam analisis pasar modal sering disebut dengan faktor fundamental perusahaan, faktor ini bersifat *controllable* sehingga dapat dikendalikan perusahaan. Faktor fundamental mikro dapat dikelompokkan dalam faktor kebijakan perusahaan dan faktor kinerja perusahaan. Faktor kebijakan perusahaan dalam penelitian ini ditekankan pada kebijakan manajemen keuangan, yang meliputi kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen (Weston dan Copeland, 1991). Kebijakan pendanaan diproksi dengan *leverage* keuangan, kebijakan investasi diproksi dengan *capital expenditure* dan kebijakan dividen diproksi dengan insentif manajer. Sedangkan faktor kinerja perusahaan ditekankan pada aspek *financial performance* yang diproksi dengan *return on asset (ROA)*.

Kebijakan manajemen dalam pembiayaan perusahaan dapat dilakukan dengan mengambil kebijakan penggunaan hutang (*financial leverage*) sebagai sumber pembiayaan. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2005), sejauhmana perusahaan menggunakan pembiayaan dengan hutang (*financial leverage*), akan memberikan tiga implikasi penting: (1) Dengan menaikkan dana melalui utang, pemegang saham dapat mengendalikan perusahaan dengan investasi yang terbatas, (2) Kreditor melihat ke ekuitas atau dana yang disediakan pemilik, untuk menjaga keamanan laba (*margin of safety*), jadi jika para pemegang saham telah menanamkan sebagian kecil dari total pembiayaan, risiko perusahaan ditanggung terutama oleh kreditor, (3) Apabila perusahaan memperoleh laba investasi (*rate of return on investment*) yang lebih tinggi dari biaya bunga yang dibayarkan atas hutangnya, maka akan meningkatkan *rate of return* dari pemilik (*return on equity*, ROE).

Kebijakan lain yang dilakukan manajemen dalam upaya untuk meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan adalah dengan melakukan kebijakan investasi. Kebijakan investasi akan menimbulkan pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*), karena kebijakan ini menyangkut persoalan akan diinvestasikan kemana dan dalam bentuk apa investasi dari dana perusahaan. *Capital expenditure* telah diperlakukan sebagai bagian dari keputusan investasi yang strategis dan ini merupakan satu keputusan keuangan yang penting yang membuat nilai atau ukuran perusahaan meningkat (Brailsford and Yeoh, 2004; Akbar, *et al*, 2008).

Insentif manajer atau kompensasi eksekutif telah menjadi topik yang menarik, panas dan diperdebatkan dan di keuangan perusahaan selama dua decade terakhir. Para praktisi dan akademisi memandang penting persoalan ini dalam rangka

“corporate governance”. Mereka memandang insentif manajer sebagai salah satu mekanisme untuk memanager konflik keagenan (*agency conflict*) di dalam perusahaan, meskipun cara ini akan menimbulkan dua kemungkinan konsekuensi. Jika digunakan secara tepat, insentif manajer dapat mengikat manajer terhadap pemilik sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan pemilik atau para pemegang saham. Disisi lain, penyalahgunaan atau disfungsi dari mekanisme ini akan menghilangkan sifat baik manajemen dan menimbulkan kejahatan moral (Eddy Jurnasin, 2011).

Berbagai riset manajemen keuangan telah banyak dilakukan dan menyumbang teori keuangan yang bermanfaat bagi dunia ilmu pengetahuan dan kebijakan manajemen, seperti teori struktur modal (Modigliani dan Miller, 1958 dan 1963) dan teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976). Teori-teori tersebut dibangun dari suatu hasil riset empirik yang telah dilakukan untuk menjawab fenomena yang terjadi dan berkembang didalam kegiatan bisnis. Perusahaan sebagai obyek kegiatan bisnis yang menjadi basis persoalan-persoalan yang timbul didalam kegiatan bisnis, memegang peranan sebagai basis obyek riset empirik untuk menghasilkan teori-teori yang kemudian dijadikan sebagai dasar dari para pelaku bisnis didalam mengambil keputusan untuk bisnis mereka. Oleh karena itu, aktivitas-aktivitas didalam perusahaan yang merupakan implementasi dari kebijakan-kebijakan perusahaan memegang peranan penting dalam kehidupan perusahaan. Arah dari kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut pada umumnya adalah ditujukan untuk pengembangan perusahaan melalui peningkatkan kinerja perusahaan maupun nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka penelitian ini bertujuan menguji bagaimana peran kinerja perusahaan dalam menentukan hubungan kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan. Apakah kebijakan perusahaan lebih banyak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan atau terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, analisis dilakukan dengan menguji pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, serta pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan perusahaan diproksi dengan *leverage* keuangan, insentif manajer, dan *capital expenditure*. Sedangkan kinerja perusahaan diproksi dengan *return on asset* (ROA), dan nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's Q*.

B. Permasalahan

Kegiatan perusahaan perusahaan meliputi banyak pihak, namun demikian hanya ada 3 pihak yang memiliki kepentingan secara langsung terhadap aktivitas perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah pemegang saham (*stockholders*), manajemen (*manager*), dan kreditur (*debtholders*). Ketiga pihak tersebut memiliki kepentingan terhadap nilai perusahaan, meski dengan orientasi yang berbeda.

Para pemegang saham (*stockholders*) sebagai pemilik merupakan pihak yang memiliki dana, dan menyerahkan pengelolaannya kepada manajer, sehingga mereka tidak terlibat langsung dengan kegiatan operasi perusahaan. Terhadap hubungan ini terjadi kontrak kerja antara pemegang saham (*principal*) dengan manajer (*agent*). Manajer diberi wewenang dan digaji tinggi untuk menjalankan kegiatan operasi perusahaan sesuai dengan kepentingan pemegang saham (pemilik).

Di dalam perjalanannya seringkali manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, dan mengabaikan kepentingan pemilik, karena manajer memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan pemilik maupun kreditur. Perilaku yang demikian disebut dengan perilaku oportunistik, dan hal ini yang memicu timbulnya konflik kepentingan antara pemegang saham, kreditur, dan manajer. Konflik ini menimbulkan biaya keagenan yang dipikul pemegang saham (Ross, *et al* 2005). Menurut Ross, *et al* (2005), biaya ini meliputi biaya insentif dan pengawasan agar manajer memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, serta biaya perlindungan kreditur dari pemegang saham.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka yang menjadi permasalahan adalah apakah kebijakan perusahaan (manajer) cenderung menguntungkan dirinya sendiri, sehingga kebijakannya mengarah ke peningkatan kinerja perusahaan (*ROA*) bukan peningkatan nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Disisi lain, apakah kinerja perusahaan (*ROA*) sebagai implementasi dari kebijakan perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

Berpijak dari permasalahan tersebut, maka pertanyaan penelitian (*research questions*) yang akan dijawab adalah: (1) bagaimanakah pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, (2) apakah kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

Telaah pustaka dimaksudkan untuk memberikan dukungan teoritis terhadap penelitian ini, sehingga penelitian ini memiliki landasan teoritis yang kuat.

A. Landasan Teori.

Penelitian ini mendasarkan pada dua teori keuangan yang telah mapan, yaitu teori struktur modal (*capital structure theory*) dan teori keagenan (*agency theory*).

1. Teori Struktur Modal (*Capital Structure Theory*).

Teori struktur modal (*capital structure theory*) modern dimulai dengan paper Modigliani dan Miller (1958), yang merupakan terobosan baru dalam manajemen keuangan modern. Proposisi yang diajukan Modigliani dan Miller memiliki pendukung yang sangat besar sampai sekarang. Proposisi yang menyatakan tidak relevannya keputusan *financing* memberikan implikasi penting, yaitu pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi tidak relevan, dan secara implisit juga menimbulkan pertanyaan pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi relevan (Harris dan Raviv, 1991).

Setelah mengalami diskusi yang sangat panjang, Modigliani dan Miller (1963), melonggarkan salah satu asumsinya tentang adanya pajak penghasilan. Bahwa apabila ada pajak penghasilan, maka keputusan *financing* menjadi relevan, penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Perkembangan selanjutnya

selama lebih dari empat puluh tahun, berbagai riset teoritis dan empiris telah banyak dilakukan dengan melepaskan beberapa asumsi dasar dari proposisi Modigliani dan Miller. Berbagai riset telah memperkaya proposisi Modigliani dan Miller dengan memasukkan faktor pajak, *costs of financial distress*, *bankruptcy costs*, *agency costs*, dan *transaction costs* (Myers, 1977, 1984; Jensen dan Meckling, 1976).

Upaya dalam memasukkan berbagai faktor dan menanggalkan satu per satu dari berbagai ketidak sempurnaan pasar ini telah melahirkan dua teori keuangan baru dari teori struktur modal (*capital structure theory*), yang saling berlawanan, yaitu *trade-off theory* atau yang dikenal dengan *balanching theory* dan *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984). Meskipun kedua teori tersebut menyatakan bahwa keputusan *financing* adalah relevan dalam kebijakan struktur modal pada kondisi pasar modal yang tidak sempurna.

Trade-off theory (Myers, 1977; 1984), memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage* (*debt ratio*) yang optimal. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan sampai batas *leverage* tertentu (optimal), dan sesudahnya penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan, karena penggunaan utang setelah *leverage* optimal akan menimbulkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) yang lebih besar. Menurut teori ini, perusahaan-perusahaan besar pada umumnya cenderung kecil kemungkinan untuk bangkrut, sehingga lebih mudah untuk menarik pinjaman dari bank dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Pecking order theory merupakan bentuk pengembangan dari teori *Static Trade-Off* (STO), yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Menurut teori

ini, bahwa penentuan struktur modal yang optimal didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki berdasarkan biaya modal yang paling murah yang bersumber pada sumber dana internal (laba) sampai dengan sumber dana eksternal (utang dan saham). Pada mulanya teori ini kurang mendapatkan dukungan teoritis dan bukti empiris (Baskin, 1989), namun kemudian setelah mendapat suntikan dukungan dari argumen *information asymmetry*, disamping argumen keuntungan dari pajak, dan signifikannya biaya transaksi, maka (*pecking order theory* lebih dikenal secara luas (Myers, 1984; Myers dan Mjulf, 1984).

2. Teori Agensi (*Agency Theory*).

Perkembangan selanjutnya dari teori struktur modal adalah ditemukannya teori keagenan (*agency theory*) oleh Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan bahwa antara pemilik dan manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*principal*), yaitu pemilik dengan pihak yang menerima wewenang (*agent*), yaitu manajer. Adanya berbagai kepentingan ini, masing-masing pihak berusaha untuk memperbesar keuntungan bagi dirinya sendiri. *Principal* (pemilik) menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang telah dilakukan. Sedangkan *agent* (manajer) menginginkan kepentingannya diakomodir sebesar-besarnya atas kinerjanya.

Agency theory mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai *principal* diasumsikan hanya tertarik pada hasil keuangan berupa pembagian dividen yang bertambah. Sedangkan manajer sebagai *agent* diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan

yang tinggi dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Dengan demikian, maka perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer terletak pada maksimisasi manfaat (*utility*) pemegang saham (*principal*) dengan kendala manfaat (*utility*) dan insentif yang akan diterima manajer (*agent*). Adanya perbedaan kepentingan inilah yang memicu konflik antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*).

Agency theory, pada dasarnya merupakan model yang digunakan untuk merumuskan permasalahan yang berupa konflik antara pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajer sebagai pihak yang ditunjuk atau diberi wewenang oleh para pemegang saham (*agent*) untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Sebagai bentuk tanggung jawab manajer yang telah diberi wewenang oleh pemilik (*principal*), maka manajer akan menginformasikan kinerja yang telah dicapainya melalui laporan keuangan. Di dalam konteks ini, manajer (*agent*) mempunyai informasi yang *superior* dibandingkan dengan pemilik (*principal*). Pada saat pemilik (*principal*) tidak dapat memonitor secara sempurna aktivitas manajerial, maka manajer memiliki potensi dan peluang untuk menentukan kebijakan yang menguntungkan dirinya, dan disinilah muncul konflik dengan pemilik karena pemilik tidak menyukai tindakan tersebut.

3. Faktor Fundamental

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh faktor fundamental perusahaan, khususnya kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian akan dijelaskan berdasarkan pada keuangan yang

mendasari variabel tersebut berhubungan dengan variabel lainnya. Saling keterkaitan dalam hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian akan membentuk suatu bangunan hipotesis, yang selanjutnya hipotesis tersebut digunakan sebagai dasar untuk membangun model empirik penelitian.

Analisis terhadap harga saham dapat dilakukan dengan dua macam pendekatan, yaitu pendekatan fundamental dan pendekatan teknikal. Pendekatan fundamental dilakukan dengan mengidentifikasi faktor-faktor mendasar yang dapat mempengaruhi harga saham. Sedangkan pendekatan teknikal lebih menekankan pada aspek teknis (matematis) dan psikologis yang dapat mempengaruhi harga saham, yaitu dengan menggunakan data pasar yang dipublikasikan, seperti; harga saham, volume perdagangan saham, indeks harga saham baik gabungan maupun individu, serta faktor-faktor lain yang bersifat teknis.

Penelitian ini mengasumsikan bahwa para pemodal atau investor adalah rasional, sehingga aspek fundamental menjadi dasar penilaian (*basic valuation*) yang utama. Faktor fundamental merupakan faktor yang berada di luar pasar modal yang akan mempengaruhi harga saham di masa mendatang. Analisis terhadap harga saham dengan mendasarkan pada faktor-faktor fundamental berlandaskan prinsip bahwa sebab mendasar yang menimbulkan gerak harga saham adalah antisipasi tentang perubahan dalam pendapatan/laba (Mike, 1997). Perusahaan yang menghasilkan laba tinggi dan stabil akan mendapatkan respon positif dari investor, dan investor bersedia membayar sahamnya dengan harga yang lebih tinggi.

Faktor-faktor fundamental sangat luas dan kompleks, tidak hanya meliputi kondisi-kondisi internal perusahaan (*basic financial*), tetapi juga meliputi kondisi-

kondisi eksternal perusahaan (*basic economic*). Hal-hal yang termasuk dalam analisis fundamental antara lain; analisis ekonomi dan industri, penilaian perusahaan secara individu dengan menggunakan model penilaian dividen dan model penilaian pendapatan/laba, atau model penilaian kekayaan (*asset*), serta analisa laporan keuangan seperti analisis *trend* dan analisis rasio (Mike, 1997).

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka faktor fundamental dapat dibedakan menjadi faktor fundamental makro dan faktor fundamental mikro. Faktor fundamental makro merupakan faktor fundamental negara, disebut juga faktor eksternal perusahaan. Sedangkan faktor fundamental mikro merupakan faktor fundamental perusahaan, faktor internal perusahaan.

Seperti telah dijelaskan di atas, bahwa penelitian ini menekankan pada faktor fundamental perusahaan yang mempengaruhi harga saham. Faktor fundamental perusahaan sangat luas cakupannya, dan dalam penelitian ini dibedakan menjadi faktor kebijakan perusahaan dan faktor kinerja perusahaan. Faktor kebijakan perusahaan diproksi dengan *leverage* keuangan, *capital expenditure* dan insentif manajer. Sedangkan faktor kinerja perusahaan diproksi dengan indikatornya *return on asset (ROA)*.

Menurut Francis (1988), analisis terhadap harga saham dengan analisis fundamental perusahaan mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dengan mengestimasi nilai dari faktor-faktor fundamental perusahaan yang mempengaruhi harga saham dimasa mendatang, dan menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Oleh karena itu, analisis fundamental perusahaan memfokuskan pada usaha-usaha untuk mengetahui harga

saham dimasa mendatang dengan mendasarkan pada kondisi fundamental perusahaan seperti kebijakan perusahaan (*leverage* keuangan, *capital expenditure*, insentif manajer) dan kinerja perusahaan (ROA).

B. Penelitian Sebelumnya

Penelitian tentang kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan struktur modal atau *leverage* keuangan, insentif manajer, dan *capital expenditure* telah banyak dilakukan. Aquino, R (2010), dalam penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang *listed* maupun *unlisted* di Philippine menemukan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitability (ROA). Magpayo, CL (2011), yang melakukan penelitian terhadap 1000 perusahaan di Philippine pada periode tahun 2009, menemukan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA. Hasil penelitian Magpayo, CL (2010) tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Li, Donglin (2004) dan Aquino R (2010).

Penelitian yang dilakukan Anuchitworawong (2000) sesudah masa krisis di Thailand, dan Guo (2006), menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap ROA. Rayan, K (2008), menemukan *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Salehi, M (2009) yang melakukan penelitian di Iran, juga menemukan bahwa *leverage* keuangan (*financial leverage*) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, ROA (*firm performance*). Sedangkan Bhatti, *et al* (2010), menemukan bahwa tingkat *leverage* yang tinggi menciptakan risiko sistematis yang tinggi, dan menyebabkan volatilitas yang tinggi pada harga saham.

Beberapa penelitian sebelumnya tentang hubungan antara kompensasi dengan kinerja perusahaan secara empiris telah dilakukan. Murphy (1985), menemukan bahwa kompensasi berpengaruh positif terhadap kinerja. Kerr dan Kren (1992), menemukan bahwa kompensasi secara tunai (*cash compensation*) berpengaruh signifikan terhadap ROA dan *return* saham. Schulz dan Tubbs (2006), menemukan bahwa *Stock Option* berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA.

Menurut Gill, *et al* (2008), kompensasi manajemen (*CEO compensation*) dapat berbentuk kompensasi tunai (*cash compensation*), kompensasi saham (*stock compensation*), dan balas jasa (*fringe benefits*). Murphy (1998), menemukan hubungan yang positif antara kinerja perusahaan dengan kompensasi kas manajer (*CEO cash compensation*). Liao, *et al* (2009) dalam penelitiannya menemukan bahwa ada indikasi reaksi pasar yang positif terhadap adanya pengumuman *stock bonus*. Demikian juga Eddy Junarsin (2011), menemukan bahwa kompensasi manajemen berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA pada *level* signifikansi kurang dari 10%.

Manajerial insentif berbasis saham (*stock-based managerial incentives*) diyakini sebagai alat yang ampuh bagi para pemilik saham (*shareholders*) dapat memotivasi manajer (CEO) untuk bekerja keras meningkatkan keuntungan perusahaan dalam jangka panjang (Giancarlo S, 2000). Rencana insentif berbasis saham adalah rencana insentif jangka panjang untuk manajemen (Abowd, JM., and Kaplan, DS (1999). Ini termasuk saham yang diberikan kepada manajer dengan asumsi bahwa manajer akan menjadi pemegang saham perusahaan dan akan bertindak sebagaimana pemegang saham (Gill, *et al* (2008). Opsi saham yang

diberikan kepada manajer (CEO) sebagai bonus didasarkan kepada kinerja mereka dan merupakan komponen terbesar dari total kompensasi untuk manajer selama dekade terakhir (Gill, *et al* (2008). Menurut Bebchuck, L (2005), indikasi bahwa ekuitas berbasis kompensasi telah meningkat dengan pesat pada perusahaan-perusahaan baik pada kondisi ekonomi masa lalu maupun sekarang. Ekuitas berbasis kompensasi dapat menurunkan masalah-masalah keagenan (*agency problems*) dan biaya keagenan (*agency costs*) dengan melalui hubungan langsung antara kesejahteraan manajemen dengan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, penghargaan opsi saham (*stock option*) memotivasi manajemen untuk mengambil tindakan guna meningkatkan harga saham perusahaan, yang pada gilirannya, memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan.

Sebuah hubungan kuat antara kinerja perusahaan dan kompensasi saham telah ditemukan (Abowd JM dan Kaplan DS, 1999). Kepemilikan saham sepertinya cenderung untuk bertindak sebagai pengganti kompensasi CEO, karena kompensasi insentif kurang dibutuhkan untuk memaksimalkan nilai saham (Cordeiro JJ, dan Veliyath R, 2003). Menurut Murphy (1998), opsi saham juga mengindikasikan hubungan langsung antara penghargaan manajemen dan apresiasi harga saham, semenjak pelaksanaan pembayaran opsi meningkat selaras dengan kenaikan harga saham. Dengan demikian, rencana kompensasi opsi saham untuk manajer dapat dipertimbangkan sebagai rencana kompensasi terbaik karena hal ini akan mendukung kinerja jangka panjang perusahaan.

Capital expenditure berkaitan dengan kebijakan investasi, dimana kebijakan ini merupakan bagian dari kebijakan keuangan yang sangat penting yang dapat

membuat kenaikan nilai perusahaan. Kebijakan ini biasanya dilakukan ketika perusahaan melakukan perluasan usaha (ekspansi) dengan menambah kapasitas produksi, modernisasi pabrik atau gedung dan perubahan penganggaran modal. Woolridge dan Snow (1990), telah memperlakukan *capital expenditure* sebagai perluasan kapasitas produksi, modernisasi pabrik dan perubahan belanja modal sebagai *capital expenditure*.

McConnell dan Muscarella (1985) mengawali studi empirik ini dengan meneliti hubungan antara pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcement*) dengan harga saham. Mereka menemukan bahwa pengumuman kenaikan (penurunan) dalam belanja modal yang direncanakan berhubungan positif (negative) signifikan dengan kenaikan *return* saham. Hal ini tidak konsisten dengan hipotesis yang menyatakan bahwa manajer bertindak untuk kepentingan terbaik pemegang saham dengan memaksimalkan nilai pasar dari perusahaan mereka melalui keputusan belanja modal (*capital expenditure*).

Beberapa penelitian yang berkenaan dengan reaksi pasar atas pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcements*) telah dilakukan, antara lain oleh Woolridge dan Snow (1990), Chen dan Ho (1997), Chung, *et al* (1998), Burton's (1999), Brailsford dan Yeoh (2004), Chen (2006, 2008), Akbar, *et al* (2008), dan Lynn, *et al* (2011). Hasil penelitian tersebut menghasilkan temuan yang berbeda-beda, sehingga tidak konsisten, reaksi pasar berbeda-beda dalam merespon pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcements*).

Woolridge dan Snow (1990), menemukan hubungan yang positif signifikan *abnormal return* pada level 0,71% terhadap keseluruhan pengumuman investasi.

Mereka mengategorikan pengumuman investasi kedalam beberapa tipe; *joint venture*, *R & project*, diversifikasi pasar/produk, dan *capital expenditure*. Reaksi pasar positif dan signifikan pada investasi jangka panjang, yakni investasi yang lebih dari 3 tahun. Berbeda dengan penelitian sebelumnya, Chen dan Ho (1997) menguji respon pasar terhadap pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcement*) menurut dua karakteristik perusahaan, yakni; aliran kas bebas (*free cash flow*) dan kesempatan investasi (*investment opportunities*). Hasilnya menunjukkan hanya perusahaan yang memiliki peluang investasi tinggi bereaksi signifikan positif terhadap pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcements*), *abnormal return* sekitar 1%. Chung, *et al* (1998), menemukan tingkat pengembalian yang positif signifikan terhadap perusahaan-perusahaan yang *q-ratio*-nya tinggi pada hari pengumuman, *abnormal return* kurang dari 1%. Hasil penelitian dari Chung, *et al* (1998) ini tidak konsisten dengan hasil penelitian dari Chen dan Ho (1997).

Burton's (1999), secara khusus membagi pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcements*) menjadi 3 kategori utama; *joint venture*, *immediate cash-generating expenditure* (ICG), dan *non-immediate cash-generating expenditure* (NICG). Hasilnya mengungkapkan signifikan untuk investasi joint ventura, tetapi tidak untuk *immediate cash-generating expenditure* (ICG), dan *non-immediate cash-generating expenditure* (NICG), *abnormal return* 1,5%.

Li, Donglin (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa investment (PPE) berhubungan positif dengan ROA pada *level* signifikansi kurang dari 5%. Brailsford dan Yeoh (2004), meneliti tentang pengaruh aliran kas bebas (*free cash flow*) dan

peluang tumbuh (*growth opportunities*) di pasar modal Australia terhadap 170 pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcements*). Hasilnya konsisten dengan teori terdahulu bahwa perusahaan dengan peluang tumbuh tinggi akan memiliki reaksi pasar tinggi setelah rilis pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcements*). Berbeda dengan sebelumnya, selanjutnya mereka melakukan pengacakan (*randomization approach*) dengan mengelompokkan perusahaan yang mengumumkan kedalam empat rasio aliran kas didasarkan pada rasio peluang tumbuh yang dipilih. Temuan mereka mendukung *cash flow hypothesis*, temuan ini tidak konsisten dengan temuan dari Chen dan Ho (1997) dan Chung, *et al* (1998).

Al Farouque, *et al* (2005), menemukan bahwa secara statistik investasi cenderung berpengaruh positif, meskipun pengaruh tersebut tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (ROA). Chen (2006), melakukan penelitian tentang respon pasar modal terhadap 246 perusahaan yang mengumumkan investasi modal selama periode 1989-1999. Hasilnya menunjukkan ada reaksi positif dan signifikan dari pasar modal setelah merilis pengumuman investasi modal, *abnormal return* sekitar 1%. Pada tahun 2008, Chen menguji lagi reaksi pasar terhadap 794 perusahaan yang mengumumkan strategi produk barunya. Berbeda dengan penelitian sebelumnya, Chen (2008) menggunakan karakteristik industri dan karakteristik produk sebagai *variable control*. Hasilnya konsisten dengan penelitian sebelumnya bahwa ada reaksi positif signifikan dari pasar modal terhadap perusahaan yang merilis pengumuman investasi modal.

Akbar, *et al* (2008), memperbaiki penelitiannya reaksi *UK stock market* terhadap pengumuman belanja modal (*capital expenditure announcements*). Hasil penelitiannya mensupport hasil penelitian dari McConnel dan Muscarella (1985) dan Chan, *et al* (1995) dengan *abnormal return* 0,27% pada *level* signifikansi 1%. Pengumuman *capital expenditure* dikelompokan dalam 4 kategori dimana investasi meliputi pabrik dan perlengkapan, pengembangan, toko eceran (*ritel store*) dan lain-lain. Selanjutnya Lynn, *et al* (2011). melakukan penelitian di pasar modal Malaysia. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa reaksi pasar modal Malaysia positif signifikan terhadap rilis berita belanja modal (*capital expenditure*).

Hasil penelitian Carlson dan Bathala (1997), Makaryawati (2002), Ulupui (2007), dan Bambang Sudiyatno (2010) menemukan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Suranta dan Pratana (2004) menemukan bahwa ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

C. Arah Pengembangan Mendatang

Setelah leburnya Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES) menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI), kegiatan bursa semakin meningkat. Hal ini ditunjukkan dengan semakin banyaknya perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEI, sehingga investor lebih banyak pilihan untuk menginvestasikan dananya. Seiring dengan perkembangan tersebut, maka permasalahan yang dihadapi oleh investor juga semakin kompleks. Investor lebih banyak membutuhkan informasi yang akurat agar tidak salah di dalam memilih investasi.

Harga pasar saham yang akan dibayar oleh investor, tinggi rendahnya akan dipengaruhi oleh tingkat akurasi informasi fundamental yang ditangkap oleh investor di pasar modal. Namun respon investor terhadap informasi fundamental kadang-kadang tidak secara langsung, akan tetapi melalui *signal* tidak langsung. Oleh karena itu, perlu diidentifikasi variabel penghubung yang menjadi *signal* bagi variabel fundamental tersebut.

Variabel penghubung diperlukan untuk mengungkap apakah pengaruh variabel fundamental terhadap harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan merupakan pengaruh langsung atau tidak. Meskipun pengaruh variabel fundamental didalam mempengaruhi harga saham secara langsung, namun jika dari hasil uji statistik lebih efektif secara tidak langsung, maka dapat disimpulkan bawa pengaruh yang sesungguhnya adalah pengaruh tidak langsung. Kedepan, variabel penghubung perlu diketahui dan dipahami oleh manajemen, apalagi pada pasar modal yang kompleks seperti di Bursa Efek Indonesia (BEI), karena pemahaman yang lebih mendalam terhadap variabel ini dapat membantu manajemen dalam mengambil keputusan.

BAB III

TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

A. Tujuan Penelitian

Pada umumnya kebijakan perusahaan ditujukan agar perusahaan memiliki arah prioritas kegiatan yang jelas. Kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut diimplementasikan dalam sebuah *real action*, sehingga kegiatan perusahaan berjalan.

Ada banyak kebijakan perusahaan (manajemen), namun kebijakan utama berkaitan dengan kegiatan operasi perusahaan ada 3, yaitu kebijakan pendanaan (*financing decision*), kebijakan investasi (*investment decision*), dan kebijakan dividen (*dividend policy*). Faktor kebijakan merupakan faktor fundamental perusahaan yang akan berpengaruh terhadap kinerja dan nilai perusahaan.

Di dalam penelitian ini kebijakan pembiayaan diproksi dengan *leverage* keuangan, kebijakan investasi diproksi dengan *capital expenditure*, dan kebijakan dividen diproksi dengan insentif manajer. Oleh karena itu, tujuan penelitian yang ingin dicapai adalah:

1. Melakukan identifikasi terhadap 3 kebijakan perusahaan (*leverage* keuangan, *capital expenditure*, dan insentif manajer).
2. Menyusun model pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
3. Menguji masing-masing item kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

4. Menganalisis peran kinerja perusahaan dalam menentukan hubungan antara kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan.

B. Keutamaan dan Manfaat Penelitian

Kinerja perusahaan dan nilai perusahaan merupakan merupakan dua tolak ukur yang sering digunakan oleh para pelaku bursa (investor) untuk menentukan suatu investasi akan dilakukan atau tidak. Orientasi investasi dari para pelaku bursa adalah *return*, jadi para pelaku bursa mengharapkan adanya *return (expected return)* dari investasi yang dilakukannya. Persepsi para pelaku bursa *return* hanya akan diperoleh jika mereka melakukan investasi pada perusahaan-perusahaan yang sehat, yaitu yang kinerjanya baik. Perusahaan yang demikian akan mampu membayar dividen, yang merupakan salah satu unsur dari *investment return*.

Berpijak dari orientasi investasi para pelaku bursa, maka penelitian ini diajukan sebagai upaya untuk memberikan informasi kepada para pelaku bursa, tentang bagaimana kebijakan perusahaan akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, serta bagaimana peran kinerja perusahaan dalam menentukan hubungan antara kebijakan perusahaan dan nilai perusahaan. Melalui pendekatan model regresi dan *path analysis*, penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang lebih jelas kepada manajemen dan para pelaku bursa agar keputusan yang keputusan yang dibuatnya tidak menyesatkan.

Meskipun mungkin dirasa penelitian semacam ini sudah terlalu banyak, namun penelitian yang kami ajukan ini memiliki beberapa konsep keunggulan utama, yaitu:

1. Penelitian ini akan melihat pengaruh langsung kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
2. Hasil temuan awal akan digunakan sebagai dasar untuk mengevaluasi dan mengembangkan ke model berjenjang.
3. Penelitian ini menggunakan model berjenjang dengan menempatkan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* yang akan memediasi hubungan antara kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan.
4. Penggunaan model berjenjang dan penempatan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* pada penelitian ini akan dapat menjelaskan peran dari kinerja perusahaan dalam menentukan hubungan antara kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Berdasarkan beberapa konsep keunggulan utama, maka hasil penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat, antara lain:

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan penjelasan tentang proses berjenjang pengaruh kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.
2. Hasil penelitian diharapkan dapat sebagai acuan penelitian-penelitian berikutnya berkenaan dengan pengaruh kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan.
3. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi tentang proses pengaruh kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

4. Mengingat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh tinggi rendahnya harga saham, maka bagi investor dan calon investor hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai landasan kebijakan dalam melakukan investasi melalui pasar modal.
5. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar dalam mengambil kebijakan perusahaan dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen (pendistribusian laba) perusahaan.
6. Hasil penelitian ini bagi perusahaan dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan prioritas kebijakan perusahaan dalam upaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

BAB IV

METODE PENELITIAN

Agar hasil penelitian ini memberikan hasil atau jawaban sesuai dengan tujuan penelitian, maka diperlukan metode penelitian agar penelitian berjalan sesuai dengan alur dan kaidah ilmiah.

A. Alur Penelitian

Penelitian ini menggunakan *action research*, yaitu pada tahap pertama melakukan kajian terhadap model-model empirik yang sudah dilakukan sebelumnya. Berdasarkan pada hasil kajian itu, kemudian merumuskan suatu model pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Kemudian pada tahun kedua, dilaksanakan implementasi (*action*) pengembangan model berjenjang dengan menempatkan variabel penghubung dari kebijakan perusahaan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Variabel penghubung yang dimaksud adalah kinerja perusahaan, karena kinerja perusahaan merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan, sehingga variabel ini dapat dikembangkan untuk berperan ganda menjadi variabel penghubung (*intervening*).

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka dalam pelaksanaan penelitian dilakukan dalam dua tahap.

Tahap Pertama.

Tujuan yang ingin dicapai pada tahap pertama adalah menguji pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, dan

pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan.. Untuk mewujudkan hasil tersebut, maka kegiatan yang akan dilakukan adalah (1) mengidentifikasi kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan dengan menentukan proksi masing-masing variabel tersebut, (2) menyusun model pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan, kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan, dan pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Pada tahap pertama ini akan mengumpulkan data sekunder, yaitu data kebijakan perusahaan yang diproksi dengan *leverage* keuangan, *capital expenditure*, insentif manajer, kinerja perusahaan yang diproksi dengan *return on asset* (ROA), dan nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's Q*. Data tersebut merupakan data *time series* (periode 2008 s/d 2010) dan data *cross section* (perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang *listed* di BEI). Data-data sekunder tersebut, baik yang berbentuk *time series* maupun *cross section* diperoleh dari BEI melalui ICMD. Data yang diperoleh kemudian dianalisis dengan menggunakan analisis regresi berganda (Gujarati, 2003) dengan menggunakan program SPSS.

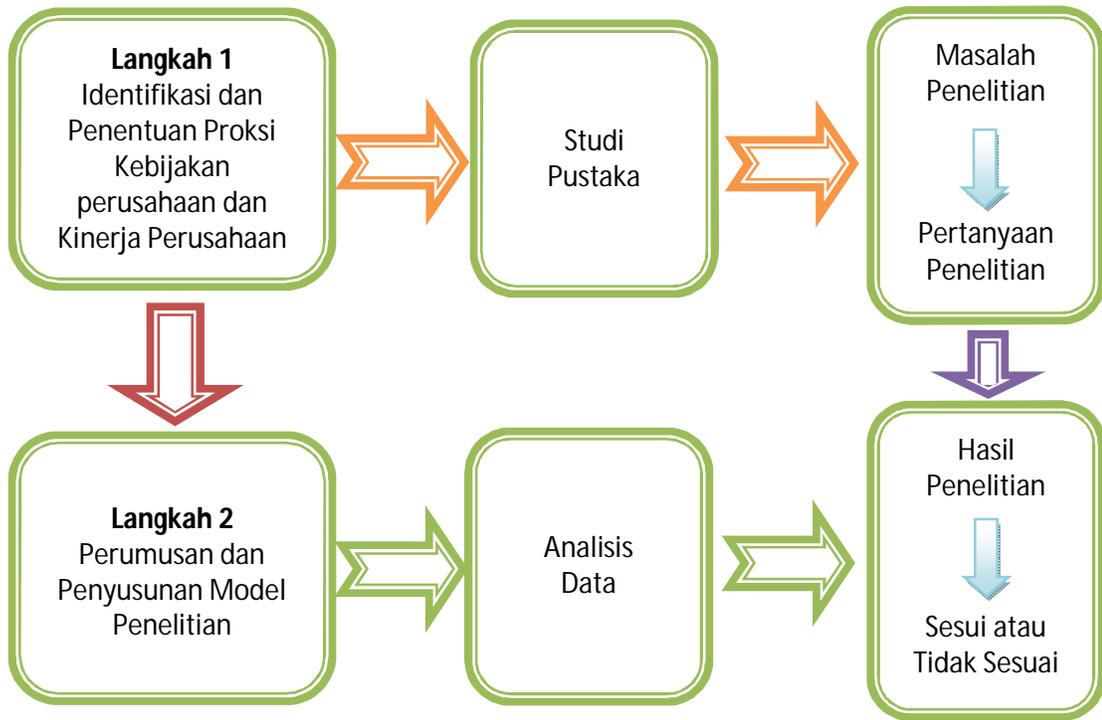
Hasil analisis model pertama dengan menggunakan analisis regresi ini kemudian disusun sebagai model awal. Model pertama ini akan didiskusikan melalui seminar ilmiah yang akan melibatkan beberapa pihak yang berkepentingan, seperti; mahasiswa, dosen, dan praktisi pasar modal. Hasil diskusi, seminar ini kemudian akan digunakan untuk melakukan finalisasi model, sehingga dihasilkan model pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, dan pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan sebagai *output* kegiatan tahap pertama.

Tahap Kedua.

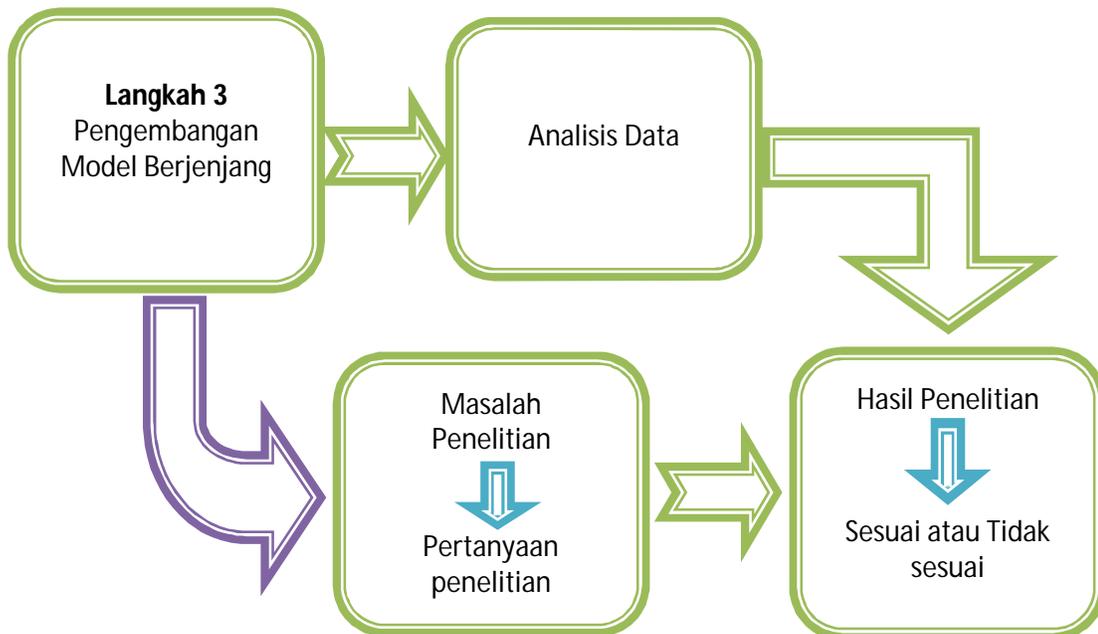
Tahap kedua adalah kelanjutan dari tahap pertama dan bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung, yakni melalui kinerja perusahaan sebagai variabel penghubung (*intervening*). Oleh karena itu, kegiatan pada tahap kedua ini akan menyusun model pengaruh tersebut dengan model berjenjang. Model ini akan diuji dengan *path analysis* sebagai pengembangan dari analisis regresi. Model kedua ini juga akan didiskusikan melalui seminar ilmiah yang akan melibatkan beberapa pihak yang berkepentingan, seperti; mahasiswa, dosen, dan praktisi pasar modal. Hasil diskusi, seminar ini kemudian akan digunakan untuk melakukan finalisasi model, sehingga dihasilkan model pengaruh berjenjang kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, dan pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan sebagai *output* kegiatan tahap kedua.

Secara garis besar, langkah dan target pada masing-masing tahapan dan setiap kegiatan yang akan dilaksanakan dapat digambarkan dengan sebuah diagram berikut ini.

TAHUN PERTAMA



TAHUN KEDUA



Gambar 4-1
Alur Penelitian

B. Teknik Analisis

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa analisis data akan dilakukan dengan analisis regresi dan *path analysis*. Analisis regresi dilakukan pada analisis model pertama dan *path analysis* dilakukan pada analisis model kedua. Variabel-variabel kebijakan perusahaan yang mempengaruhi kinerja perusahaan adalah *leverage* keuangan, *capital expenditure*, dan insentif manajer. Sedangkan variabel-variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah *leverage* keuangan, *capital expenditure*, insentif manajer, dan kinerja perusahaan.

Persamaan regresi untuk analisis data sesuai dengan konsep pengaruh langsung *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditure* terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, serta pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan, sehingga diperoleh empat persamaan sebagai berikut:

$$\text{KINPER} = a_{11} + b_{11}\text{LEVKEU} + b_{12}\text{INMA} + b_{13}\text{CAPEX} + e_1$$

$$\text{NILPER} = a_{21} + b_{21}\text{LEVKEU} + b_{22}\text{INMA} + b_{23}\text{CAPEX} + e_2$$

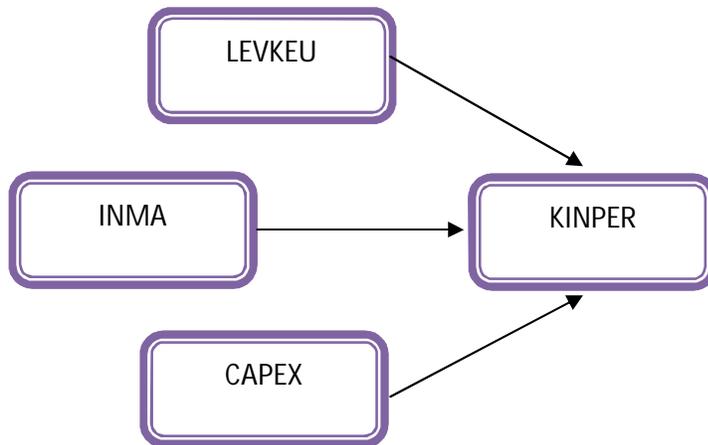
$$\text{NILPER} = a_{31} + b_{31}\text{KINPER} + e_3$$

$$\text{NILPER} = a_{41} + b_{41}\text{LEVKEU} + b_{42}\text{INMA} + b_{43}\text{CAPEX} + b_{44}\text{KINPER} + e_3$$

Konsep dasar yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan. Dengan model pengaruh langsung maupun berjenjang, dimana kebijakan perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, kebijakan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan konsep dasar tersebut di atas, maka dapat dikembangkan menjadi empat model, dimana tiga model pertama, yaitu model empirik seperti pada Gambar

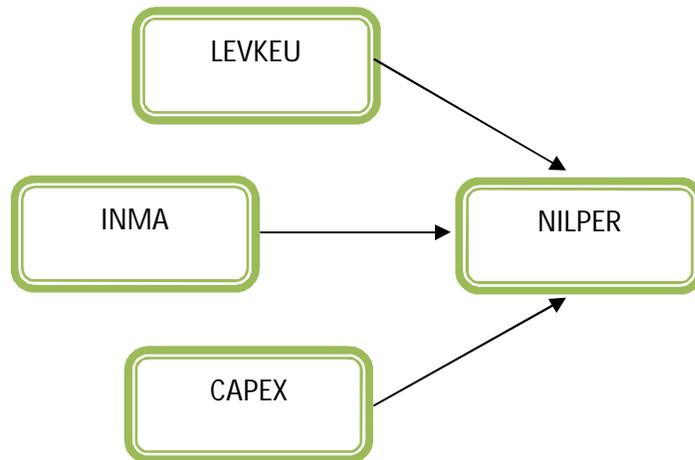
4-2, 4-3 dan 4-4 berikut ini merupakan model pengaruh langsung, dan model ke empat Gambar 4-5 merupakan model pengaruh berjenjang. Selengkapnya keempat model empirik tersebut, yaitu dapat dilihat seperti pada Gambar 4-2, 4-3, 4-4 dan 4-5 sebagai berikut:



Gambar 4-2
Model Empirik Penelitian 1

Persamaan Model Empirik 1:

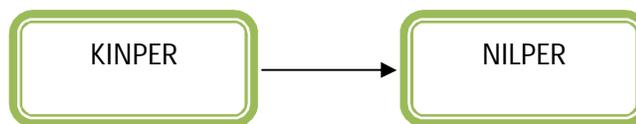
$$\text{Kinper} = a_1 + b_{11}\text{Levkeu} + b_{12}\text{Inma} + b_{13}\text{Capex} + e_1$$



Gambar 4-3
Model Empirik Penelitian 2

Persamaan Model Empirik 2:

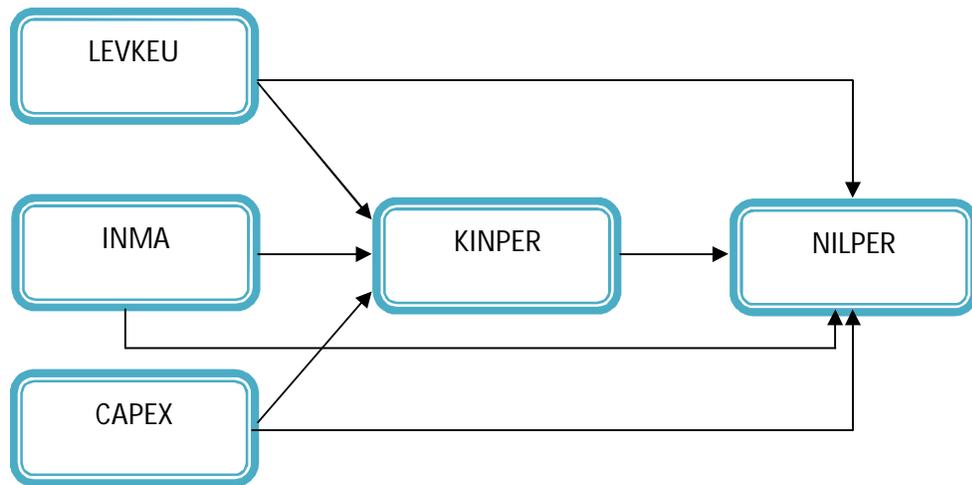
$$\text{Nilper} = a_2 + b_{21}\text{Levkeu} + b_{22}\text{Inma} + b_{23}\text{Capex} + e_2$$



Gambar 4-4
Model Empirik Penelitian 3

Persamaan Model Empirik :

$$\text{Nilper} = a_3 + b_{31}\text{Kinper} + e_3$$



Gambar 4-5
Model Empirik Penelitian

Persamaan Model Empirik Penelitian:

$$\text{Kinper} = a_{11} + b_{11}\text{Levkeu} + b_{12}\text{Inma} + b_{13}\text{Capex} + e_1$$

$$\text{NILPER} = a_{21} + b_{21}\text{Levkeu} + b_{22}\text{Inma} + b_{23}\text{Capex} + e_2$$

$$\text{NILPER} = a_{31} + b_{31}\text{Levkeu} + b_{32}\text{Inma} + b_{33}\text{Capex} + b_{34}\text{Kinper} + e_3$$

Pengujian model 1, 2 dan 3 dilakukan sebagai pengujian tahap pertama, dan pengujian tahap kedua dilakukan secara berjenjang, yaitu dengan *path analysis*.

BAB V
HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Analisis Deskripsi

Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2008 – 2010 berjumlah 144 perusahaan. Populasi sejumlah 144 perusahaan manufaktur tersebut hanya 37 perusahaan yang memenuhi syarat dalam pengambilan sampel. Pada tabel 5.1 berikut ini, dijelaskan proses seleksi sampel :

Tabel 5.1
Proses Seleksi Sampel

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2010	144
2	Data laporan keuangan yang diperlukan untuk penelitian tersedia berturut-turut untuk tahun 2008-2010	126
3	Perusahaan mempunyai kebijakan utang (<i>leverage</i>) dalam laporan keuangannya	126
4	Perusahaan mempunyai laba operasional	86
5	Perusahaan mempunyai pertumbuhan aktiva positif	38
6	Perusahaan di delist tahun 2010	1
7	Perusahaan memenuhi criteria sampel	37

Sumber : ICMD, 2011

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel tersebut, diperoleh 38 perusahaan manufaktur sebagai sampel penelitian ini yang tersebar dalam 12 kelompok industri seperti pada Tabel 5-2. Oleh karena itu, maka n sampel selama tahun 2008 sampai dengan 2010 adalah sebesar 111, dan satu perusahaan pada tahun 2010 memiliki laba operasional negative (rugi), maka dikeluarkan dari sampel, sehingga jumlah n sampel menjadi 110.

Tabel 5.2
Perusahaan Sampel Berdasarkan Kelompok Industri

No	Kelompok Industri	Jumlah
1	<i>Adhesive</i>	1
2	<i>Apparel and Other Textile Products</i>	2
3	<i>Automotive and Allied Products</i>	7
4	<i>Cables</i>	1
5	<i>Cements</i>	2
6	<i>Chemical and Allied Products</i>	2
7	<i>Consumer Goods</i>	2
8	<i>Food and Beverages</i>	9
9	<i>Metal and Allied Products</i>	1
10	<i>Pharmaceuticals</i>	7
11	<i>Stone, Clay, Glass and Concrete Products</i>	1
12	<i>Tobacco Manufactures</i>	2
	Jumlah	37

Sumber : ICMD, 2010

Analisis deskripsi memberikan gambaran umum tentang *range*, maksimum, minimum, dan standar deviasi dari masing-masing variabel. Analisis deskripsi diperlukan agar kita tahu bagaimana gambaran umum data tersebut, sehingga kita dapat memahami kondisi data yang digunakan untuk kepentingan analisis.

Tabel 5-3
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	110	,4059	,0008	,4067	,126990	,0934485
Levkeu	110	,9300	,0300	,9600	,398500	,1941053
Inma	110	1	0	1	,57	,497
Capex	110	4,5638	-,1568	4,4070	,197428	,4731562
Valid N (listwise)	110					

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-3 tersebut di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai *range* yang menggambarkan selisih tertinggi dan terendah dari masing-masing variabel, nilai maksimum, nilai minimum, *mean* yang menggambarkan nilai rata-rata, dan standar deviasi adalah sebagai berikut:

1. Variabel ROA, nilai *range*-nya sebesar 40,59 persen dengan nilai minimum 0,08 persen dan nilai maksimum 40,67 persen. Nilai *mean* atau rata-rata dari ROA sebesar 12,70 persen dan nilai standar deviasi sebesar 9,34 persen. Jadi perusahaan manufaktur di BEI selama tahun 2008 s/d 2010 yang menghasilkan ROA positif, menghasilkan ROA rata-rata sebesar 12,70 persen dengan ROA yang paling rendah 0,08 persen dan tertinggi 40,67 persen.
2. Variabel Leverage Keuangan, 0,9300 atau 93,00 persen dengan nilai minimum 0,0300 dan nilai maksimum 0,9600 atau 3,00 persen dan 96,00 persen. Nilai *mean* atau rata-rata penggunaan hutang sebesar 0,3985 atau 39,85 persen dengan nilai standar deviasi sebesar 0,1941053. Jadi rata-rata perusahaan manufaktur di BEI selama tahun 2008 s/d 2010 menggunakan hutang 39,85 persen dengan penggunaan hutang paling rendah sebesar 3,00 persen dan penggunaan hutang tertinggi 96,00 persen.
3. Variabel Insentif Manajer, variabel ini merupakan variabel dummy, sehingga nilai *range*-nya sebesar 1 dengan nilai minimum 0 dan nilai maksimum 1. Nilai *mean* atau rata-rata perusahaan yang membagi bonus saham sebesar 0,57 dengan nilai standar deviasi sebesar 0,497. Jika dilihat dari nilai *mean*-nya sebesar 0,57 atau 57,00 persen, maka berarti jumlah perusahaan-perusahaan manufaktur yang menghasilkan laba positif dan membagi bonus saham lebih banyak daripada yang tidak membagikan bonus saham.
4. Variabel *Capital Expenditure*, nilai *range*-nya sebesar 4,5638 dengan nilai minimum sebesar -0,1568 dan nilai maksimum 4,4070. Nilai *mean* atau rata-rata dari *capital expenditure* sebesar 0,197428 dan nilai standar deviasi sebesar

0,4731562. Jika dilihat dari nilai *mean*-nya sebesar 0,197428 atau 19,74 persen, maka rata-rata kenaikan belanja perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama periode 2008 s/d 2010 yang menghasilkan laba positif adalah sebesar 19,74 persen.

Deskripsi data tersebut merupakan deskripsi data awal selama tahun 2008 sampai dengan 2010, setelah melalui proses pengambilan sampling berjumlah 110, dan belum dilakukan pengujian normalitas. Setelah dilakukan pengujian normalitas, maka proses selanjutnya adalah melakukan pengujian normalitas untuk persamaan 1, 2 dan 3. Di dalam pengujian normalitas ini ada beberapa data yang merupakan data *outlier* dan dihilangkan, sehingga jumlah data pada model persamaan 1 tinggal 76 n sampel, pada model persamaan 2 tinggal 71 n sampel, dan pada model persamaan 3 tinggal 87 n sampel.

Tabel 5-4
Statistik Deskriptive Variabel Penelitian Model Persamaan 1

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	76	,2290	,0045	,2335	,098557	,0558164
Levkeu	76	,8700	,0900	,9600	,415789	,1908386
Inma	76	1	0	1	,61	,492
Capex	76	1,0657	-,1568	,9089	,139684	,2110324
Valid N (listwise)	76					

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Apabila dibandingkan dengan Tabel 5-3 tersebut, maka pada Tabel 5-4 terdapat perbedaan *range*, minimum, maksimum, *mean* dan standar deviasi untuk variable ROA, *leverage* keuangan, dan *capital expenditure*. Sedangkan pada variable manajerial insentif yang menggunakan variable *dummy*, perubahan hanya terjadi pada *mean* dan standar deviasi.

Perubahan pada *range*, minimum, maksimum, *mean* dan standar deviasi dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel ROA, nilai *range* berubah dari 40,59 persen berubah turun menjadi 22,90 persen, nilai minimum dari 0,08 persen berubah naik menjadi 0,45 persen, nilai maksimum dari 40,67 persen turun menjadi 23,35 persen, nilai *mean* dari 12,70 persen turun menjadi 9,86 persen, dan standar deviasi juga turun dari 9,34 persen menjadi 5,58 persen.
2. Variabel *Leverage* Keuangan, nilai *range* berubah dari 93,00 persen berubah turun menjadi 87,00 persen, nilai minimum dari 3,00 persen berubah naik menjadi 9,00 persen, nilai maksimum tetap 96,00 persen, nilai *mean* dari 39,85 persen naik menjadi 41,58 persen, dan standar deviasi turun dari 19,41 persen menjadi 19,08 persen.
3. Variabel Insentif Manajer, nilai *range*, minimum, dan maksimum tetap yakni nilai *range* sebesar 1, nilai minimum 0 dan nilai maksimal 1. Sedangkan nilai *mean* berubah naik dari 57,00 persen menjadi 61,00 persen, sedangkan nilai standar deviasi berubah turun dari 49,70 persen menjadi 49,20 persen.
4. Variabel *Capital Expenditure*, nilai *range* berubah dari 4,5638 berubah turun menjadi 1,0657, nilai minimum tetap -0,1568 dan nilai maksimum dari 4,4070 turun menjadi 0,9089 atau 90,89 persen, sedangkan nilai *mean* dari 19,74 persen turun menjadi 13,97 persen, dan standar deviasi juga turun dari 47,32 persen menjadi 21,10 persen.

Perubahan-perubahan tersebut membuat data menjadi lebih baik, yaitu memenuhi persyaratan normalitas seperti yang dipersyaratkan dalam analisis *ordinary least square* (OLS).

Analisis deskripsi untuk model persamaan 2 dilakukan dengan berdasarkan pada Tabel 5-5 dan Tabel 5-6 berikut ini.

Tabel 5-5
Statistik Deskripsi Variabel Penelitian 2

Descriptive Statistics						
	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NilPer	110	14,7204	,2829	15,0033	2,104116	2,1976440
LevKeu	110	,9300	,0300	,9600	,398500	,1941053
Inma	110	1,00	,00	1,00	,5727	,49695
Capex	110	4,5638	-,1568	4,4070	,197428	,4731562
Valid N (listwise)	110					

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-5 tersebut di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai *range*, nilai maksimum, nilai minimum, *mean* yang menggambarkan nilai rata-rata, dan standar deviasi adalah sebagai berikut:

1. Variabel NilPer, nilai *range*-nya sebesar 14,7204 dengan nilai minimum 0,2829 dan nilai maksimum 15,0033. Nilai *mean* atau rata-rata dari NilPer sebesar 2,104116 dan nilai standar deviasi sebesar 2,1976440. Jadi rata-rata perusahaan manufaktur di BEI selama tahun 2008 s/d 2010 dengan rata-rata nilai perusahaan untuk perusahaan manufaktur di BEI adalah sebesar 2,1044116.
2. Variabel Leverage Keuangan, 0,9300 atau 93,00 persen dengan nilai minimum 0,0300 dan nilai maksimum 0,9600 atau 3,00 persen dan 96,00 persen. Nilai *mean* atau rata-rata penggunaan hutang sebesar 0,3985 atau 39,85 persen dengan nilai standar deviasi sebesar 0,1941053. Jadi rata-rata perusahaan manufaktur di BEI

selama tahun 2008 s/d 2010 menggunakan hutang 39,85 persen dengan penggunaan hutang paling rendah sebesar 3,00 persen dan penggunaan hutang tertinggi 96,00 persen.

3. Variabel Insentif Manajer, variabel ini merupakan variabel dummy, sehingga nilai *range*-nya sebesar 1 dengan nilai minimum 0 dan nilai maksimum 1. Nilai *mean* atau rata-rata perusahaan yang membagi bonus saham sebesar 0,57 dengan nilai standar deviasi sebesar 0,497. Jika dilihat dari nilai *mean*-nya sebesar 0,57 atau 57,00 persen, maka berarti jumlah perusahaan-perusahaan manufaktur yang menghasilkan laba positif dan membagi bonus saham lebih banyak daripada yang tidak membagikan bonus saham.
4. Variabel *Capital Expenditure*, nilai *range*-nya sebesar 4,5638 dengan nilai minimum sebesar -0,1568 dan nilai maksimum 4,4070. Nilai *mean* atau rata-rata dari *capital expenditure* sebesar 0,197428 dan nilai standar deviasi sebesar 0,4731562. Jika dilihat dari nilai *mean*-nya sebesar 0,197428 atau 19,74 persen, maka rata-rata kenaikan belanja perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama periode 2008 s/d 2010 yang menghasilkan laba positif adalah sebesar 19,74 persen.

Deskripsi data tersebut merupakan deskripsi data awal selama tahun 2008 sampai dengan 2010, setelah melalui proses pengambilan sampling berjumlah 110, dan belum dilakukan pengujian normalitas. Setelah dilakukan pengujian normalitas, maka untuk model persamaan 2, maka data sampel berubah tinggal 71 n sampel, seperti ditunjukkan pada Tabel 5-6 berikut ini.

Tabel 5-6
Statistik Deskriptive Variabel Penelitian Model Persamaan 2

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NilPer	71	1,7006	,3287	2,0293	1,177570	,3754975
LevKeu	71	,8100	,0900	,9000	,421268	,1813594
Inma	71	1,00	,00	1,00	,5352	,50231
Capex	71	1,2549	-,1568	1,0981	,143110	,2237615
Valid N (listwise)	71					

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Jika dibandingkan dengan Tabel 5-5 tersebut, maka pada Tabel 5-6 terdapat perbedaan *range*, minimum, maksimum, *mean* dan standar deviasi untuk variable ROA, *leverage* keuangan, dan *capital expenditure*. Sedangkan pada variable manajerial insentif yang menggunakan variable *dummy*, perubahan hanya terjadi pada *mean* dan standar deviasi.

Perubahan pada *range*, minimum, maksimum, *mean* dan standar deviasi dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel NilPer, nilai *range* berubah dari 1472,04 persen berubah turun menjadi 170,06 persen, nilai minimum dari 28,29 persen berubah naik menjadi 32,87 persen, nilai maksimum dari 1500,33 persen turun menjadi 202,93 persen, nilai *mean* dari 210,41 persen turun menjadi 117,76 persen, dan standar deviasi juga turun dari 219,76 persen menjadi 37,55 persen.
2. Variabel *Leverage* Keuangan, nilai *range* berubah dari 93,00 persen berubah turun menjadi 81,00 persen, nilai minimum dari 3,00 persen berubah naik menjadi 9,00 persen, nilai maksimum turun dari 96,00 persen menjadi 90,00 persen, nilai *mean* dari 39,85 persen naik menjadi 42,13 persen, dan standar deviasi turun dari 19,41 persen menjadi 18,14 persen.

3. Variabel Insentif Manajer, nilai *range*, minimum, dan maksimum tetap yakni nilai *range* sebesar 1, nilai minimum 0 dan nilai maksimal 1. Sedangkan nilai *mean* berubah turun dari 57,00 persen menjadi 53,52 persen, sedangkan nilai standar deviasi berubah naik dari 49,70 persen menjadi 50,23 persen.
4. Variabel *Capital Expenditure*, nilai *range* berubah dari 456,38 persen berubah turun menjadi 125,49 persen, nilai minimum tetap -0,1568 dan nilai maksimum dari 440,70 persen turun menjadi 109,81 persen, sedangkan nilai *mean* dari 19,74 persen turun menjadi 14,31 persen, dan standar deviasi juga turun dari 47,32 persen menjadi 22,38 persen.

Perubahan-perubahan tersebut membuat data menjadi lebih baik, yaitu memenuhi persyaratan normalitas seperti yang dipersyaratkan dalam analisis *ordinary least square* (OLS).

Analisis deskripsi untuk model persamaan dilakukan dengan berdasarkan pada Tabel 5-7 dan Tabel 5-8 berikut ini.

Tabel 5-7
Statistik Deskripsi Variabel Penelitian 3

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NilPer	110	14,7204	,2829	15,0033	2,104116	2,1976440
ROA	110	,4059	,0008	,4067	,126990	,0934485
Valid N (listwise)	110					

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-7 tersebut di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai *range*, nilai maksimum, nilai minimum, *mean* yang menggambarkan nilai rata-rata, dan standar deviasi adalah sebagai berikut:

1. Variabel NilPer, nilai *range*-nya sebesar 14,7204 dengan nilai minimum 0,2829 dan nilai maksimum 15,0033. Nilai *mean* atau rata-rata dari NilPer sebesar 2,104116 dan nilai standar deviasi sebesar 2,1976440. Jadi rata-rata perusahaan manufaktur di BEI selama tahun 2008 s/d 2010 dengan rata-rata nilai perusahaan untuk perusahaan manufaktur di BEI adalah sebesar 2,1044116.
2. Variabel ROA, nilai *range*-nya sebesar 40,59 dengan nilai minimum 0,08 persen dan nilai maksimum 40,67. Nilai *mean* atau rata-rata dari ROA sebesar 12,70 persen dan nilai standar deviasi sebesar 9,34 persen. Jadi perusahaan manufaktur di BEI selama tahun 2008 s/d 2010 yang menghasilkan ROA positif, menghasilkan ROA rata-rata sebesar 12, 70 persen dengan ROA yang paling rendah 0,08 persen dan tertinggi 40,67 persen.

Deskripsi data tersebut merupakan deskripsi data awal selama tahun 2008 sampai dengan 2010, setelah melalui proses pengambilan sampling berjumlah 110, dan belum dilakukan pengujian normalitas. Setelah dilakukan pengujian normalitas untuk model persamaan 3, maka data sampel berubah tinggal 87 n sampel, seperti ditunjukkan pada Tabel 5-8 berikut ini.

Tabel 5-8
Statistik Deskriptive Variabel Penelitian Model Persamaan 3

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NilPer	87	4,3650	,2829	4,6479	1,466677	,7835610
ROA	87	,3415	,0012	,3427	,105598	,0695309
Valid N (listwise)	87					

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Perubahan pada *range*, minimum, maksimum, *mean* dan standar deviasi dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel NilPer, nilai *range* berubah dari 1472,04 persen berubah turun menjadi 436,50 persen, nilai minimum dari 28,29 persen tetap, nilai maksimum dari 1500,33 persen turun menjadi 464,79 persen, nilai *mean* dari 210,41 persen turun menjadi 146,67 persen, dan standar deviasi juga turun dari 219,76 persen menjadi 78,35 persen.
2. Variabel ROA, nilai *range* berubah dari 40,59 persen berubah turun menjadi 34,15 persen, nilai minimum dari 0,08 persen berubah naik menjadi 0,12 persen, nilai maksimum dari 40,67 persen turun menjadi 34,27 persen, nilai *mean* dari 12,70 persen turun menjadi 10,56 persen, dan standar deviasi juga turun dari 9,34 persen menjadi 6,95 persen.

B. Analisis dan Pembahasan Model Empirik 1

Model empirik 1 terdiri dari 3 variabel independen, yakni *leverage* keuangan (Levkeu), insentif manajer (Inma) dan *capital expenditure* (Capex), dan satu variabel dependen, yakni kinerja perusahaan (ROA).

1. Pengujian Normalitas dan Asumsi Klasik

Pengujian normalitas bertujuan bertujuan apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal?. Di dalam analisis multivariat pengujian normalitas penting, persyaratan ini harus dipenuhi agar supaya uji statistik menjadi valid (Imam Ghazali, 2005). Analisis multivariat mensyaratkan bahwa variabel pengganggu atau residual berdistribusi normal, atau residual terdistribusi secara normal dan independen. Berdasarkan hasil pengujian normalitas,

maka nilai Zskewness adalah sebesar 0,6956 lebih kecil atau jauh dibawah nilai kritisnya 1,96, maka berarti variabel terdistribusi secara normal.

Pengujian asumsi kasik dilakukan dengan melakukan pengujian terhadap multikolonieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

Uji Multikolonieritas

Pengujian multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi ditemukan adanya gejala korelasi atau hubungan antar variabel independen. Di dalam model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi atau hubungan antar variabel independen. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai *Tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*), seperti pada Tabel 5,9 berikut ini.

Tabel 5-9
Nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* Model Persamaan 1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,153	,015		10,260	,000		
	Levkeu	-,175	,027	-,599	-6,376	,000	,915	1,093
	Inma	,014	,010	,123	1,334	,186	,946	1,057
	Capex	,069	,024	,260	2,838	,006	,963	1,038

a. Dependent Variable: ROA

Berdasarkan Tabel 5-9 tersebut di atas, maka nilai *Tolerance* semua variabel independen, yakni *leverage* keuangan, insentif manajer, dan *capital expenditure* tidak ada nilai kurang dari 0,10. Demikian juga dengan nilai VIF (*Variance Inflation Factor*), tidak ada nilai yang lebih besar dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa di dalam model regresi persamaan 1 ini tidak ada multikolonieritas antar variabel *leverage* keuangan, insentif manajer, dan *capital expenditur*. Oleh karena itu, maka model regresi persamaan 1 terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Autokorelasi

Pengujian autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (Imam Ghazali, 2005). Model regresi yang baik harus memenuhi unsur terbebas dari masalah atau persoalan autokorelasi. Pengujian autokorelasi ini dilakukan dengan melakukan uji Durbin -- Watson (DW test), dan hasilnya dapat dilihat pada Tabel 5-10 berikut ini.

Tabel 5-10
Hasil Uji Durbin – Watson Model Persamaan 1

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,647(a)	,419	,394	,0434330	1,861

Predictors: (Constant), Capex, Inma, Levkeu

Dependent Variable: ROA

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan pada Tabel 5-10 tersebut, maka nilai Durbin –Watson adalah sebesar 1,861 terletak diantara du (1,715) dan $4-du$ (2,285), atau lebih besar dari 1,715 dan lebih kecil dari 2,285. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada korelasi baik positif maupun negative, sehingga model regresi persamaan 1 terbebas dari persoalan autokorelasi.

Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual atau pengamatan ke pengamatan lain (Imam Ghazali, 2005). Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser, dan dapat dilihat pada Tabel 5-11 berikut ini.

Tabel 5-11
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Persamaan 1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,044	,008		5,773	,000
	Levkeu	-,017	,014	-,151	-1,242	,218
	Inma	-,002	,005	-,045	-,373	,710
	Capex	,006	,012	,055	,463	,645

a. Dependent Variable: Residual

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-11 tersebut di atas, maka semua variabel independen, yakni *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditur* tidak ada yang signifikan terhadap variabel absolut Ut (Absut/residual). Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi persamaan 1 terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

2. Pengujian Model dan Analisis Regresi

Pengujian model regresi dilakukan dengan melihat nilai Adjusted R Square dan nilai F test. Nilai Adjusted R Square digunakan untuk mengetahui berapa besar variabel *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditure* mampu mempengaruhi *Return on Asset* (ROA). Sedangkan uji ANOVA atau F test digunakan untuk mengetahui signifikansi secara bersama-sama antara *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditur* dalam mempengaruhi ROA.

Hasil pengujian menunjukkan nilai *Adjusted R Square* adalah sebesar 39,40 persen, berarti *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditur* mampu menjelaskan ROA sebesar 39,40 persen dan sisanya 60,60 persen dijelaskan oleh variabel lain. Kemampuan tersebut ternyata signifikan, hal ini ditunjukkan oleh

besarnya nilai $Sig-F = 0,00$. Jadi, variabel-variabel dalam model regresi, yakni *leverage* kuantangan, insentif manjer dan *capital expenditur* mampu menjelaskan dengan benar terhadap ROA sebesar 39,40 persen, dan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model.

Tabel 5-12
Adjusted R Square Model Persamaan 1

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,647(a)	,419	,394	,0434330	1,861

Predictors: (Constant), Capex, Inma, Levkeu
Dependent Variable: ROA

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Tabel 5-13
ANOVA (F TEST) Model Persamaan 1

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,098	3	,033	17,288	,000 ^a
	Residual	,136	72	,002		
	Total	,234	75			

a. Predictors: (Constant), Capex, Inma, Levkeu

b. Dependent Variable: ROA

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-12 dan tabel 5-13 dapat diketahui bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 39,40 persen, sedangkan nilai F-test = 17, 288 dengan $Sig-F = 0,00$. Jadi, model regresi cukup baik, dan memenuhi persyaratan *goodness of fit* untuk melakukan prediksi.

Tiga variabel dalam model regresi, yaitu *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditur* mampu mempengaruhi *return on asset* (ROA) sebesar 39,40 persen. Dengan demikian, maka masih ada lebih banyak lagi variabel lain yang

mempengaruhi *return on asset* (ROA). Ketiga variabel tersebut merupakan implementasi dari kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi.

Bagaimana pengaruh *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditur* dalam terhadap *return on asset* (ROA), di analisis dengan menggunakan analisis regresi berganda.

Tabel 5-14
Koefisien Regresi Model Persamaan 1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,153	,015		10,260	,000
	Levkeu	-,175	,027	-,599	-6,376	,000
	Inma	,014	,010	,123	1,334	,186
	Capex	,069	,024	,260	2,838	,006

a. Dependent Variable: ROA

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2012.

Berdasarkan pada Tabel 5-14 tersebut di atas, maka dapat ditulis hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$ROA = -0,599Levkeu + 0,123Inma + 0,260Capex$$

Leverage keuangan berpengaruh negatif terhadap *return on asset* (ROA), berarti semakin tinggi penggunaan hutang akan menurunkan kinerja perusahaan. Insentif manajer berpengaruh positif terhadap *return on asset* (ROA), berarti semakin tinggi insentif yang diberikan kepada manajer, maka kinerja perusahaan meningkat. Demikian juga *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap *return on asset* (ROA), menggambarkan bahwa semakin besar biaya yang dikeluarkan untuk pembelian aktiva, semakin besar kinerja perusahaan. Apabila dilihat dari nilai

koefisien betanya, maka *leverage* keuangan memiliki beta yang paling tinggi. Dengan demikian, maka *leverage* keuangan atau kebijakan pendanaan merupakan kebijakan yang paling besar pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan.

3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan secara individual, yaitu dengan menguji masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Untuk menentukan hipotesis diterima atau ditolak dapat dilihat dari nilai signifikansi t (*sig-t*) dari masing-masing variabel independennya.

Pada Tabel 5-14 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi t (*sig-t*) dari *leverage* keuangan adalah sebesar 0,000 ($sig-t = 0,00$), signifikan kurang dari 1 persen. Dengan demikian, maka *leverage* keuangan berpengaruh signifikan terhadap *return on asset* (ROA) pada level signifikansi kurang dari 1 persen. Mengingat bahwa nilai koefisien *beta* dari *leverage* keuangan adalah negatif, maka pengaruh *leverage* keuangan terhadap ROA adalah negatif. Kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis tersebut bahwa kebijakan pendanaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan **diterima** pada level signifikansi kurang dari 1 persen.

Masih dari Tabel 5-14, nilai signifikansi t (*sig-t*) insentif manajer adalah sebesar 0,186 ($sig-t = 0,186$), signifikan kurang dari 20 persen. Dengan demikian, maka insentif manajer berpengaruh terhadap *return on asset* (ROA) pada level signifikan kurang dari 20 persen. Mengingat bahwa nilai koefisien *beta* insentif manajer adalah positif, maka pengaruh insentif manajer terhadap *return on asset* (ROA) adalah positif. Kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis tersebut bahwa

insentif manajer berpengaruh terhadap kinerja perusahaan **ditolak** pada level signifikansi kurang dari 1 persen, 5 persen dan 10 persen.

Masih dari Tabel 5-14, nilai signifikansi t (*sig-t*) *capital expenditure* adalah sebesar 0,006 (*sig-t* = 0,006), signifikan kurang dari 1 persen. Dengan demikian, maka *capital expenditure* berpengaruh terhadap *return on asset* (ROA) pada level signifikan kurang dari 1 persen. Mengingat bahwa nilai koefisien *beta capital expenditure* adalah positif, maka pengaruh *capital expenditure* terhadap *return on asset* (ROA) adalah positif. Kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis tersebut bahwa *capital expenditure* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan **diterima** pada level signifikansi kurang dari 1 persen.

4. Pembahasan

Telah terjawab tingkat signifikansi pengaruh dari kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan kebijakan investasi terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis pengaruh dari masing-masing variabel, yaitu kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi terhadap kinerja perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Kebijakan Pendanaan

Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,175 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, ROA. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *capital structure theory*, khususnya *trade-off theory* atau *balanching theory*.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa penggunaan hutang atau *leverage* keuangan dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan kinerja perusahaan (ROA). Hal ini disebabkan karena meskipun hasil pengujian ini tidak sesuai perkiraan sebelumnya dan argumentasi dari *trade-off theory*, namun hasil pengujian secara statistik signifikan, dan sesuai dengan *pecking order theory* (POT).

Kebijakan pendanaan yakni kebijakan penggunaan hutang untuk pembiayaan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Return on Asset* (ROA) atau kinerja perusahaan. Kondisi ini tidak sesuai dengan semangat investasi, dimana tujuan dari pembiayaan adalah untuk meningkatkan usaha agar kinerja perusahaan meningkat. Oleh karena itu, pengaruh negatif dari kebijakan pendanaan dengan menggunakan hutang terhadap *Return on Asset* (ROA) tidak memenuhi harapan manajemen maupun pemilik.

Menurunnya *Return on Asset* (ROA) dengan bertambahnya hutang dapat terjadi karena *rate of return* (ror) yang dihasilkan dari tambahan modal dengan menggunakan hutang tersebut lebih rendah dari biaya hutangnya. Dengan demikian, maka laba yang dihasilkan dari penggunaan hutang tersebut tidak dapat untuk menutup biaya modalnya.

Menurut konsep *Pecking Order Theory* (POT), hirarki pendanaan yang pertama adalah dengan menggunakan pembiayaan dari dalam perusahaan, karena biaya penggunaan dana dari luar relatif mahal. Pendanaan dari luar, seperti hutang baru akan digunakan jika pembiayaan dari dalam tidak mencukupi untuk menutup kebutuhan dana tersebut. Oleh karena itu, jika keputusan manajemen dalam pendanaan menggunakan dana dari luar yaitu hutang, maka agar kebijakan tersebut

memenuhi harapan para pemilik, *rate of return* (ror) dari penggunaan hutang tersebut harus lebih besar dari biaya modalnya.

Hasil analisis tersebut menggambarkan bahwa implementasi kebijakan penggunaan hutang belum maksimal dijalankan perusahaan. Manajemen masih dapat meningkatkan lagi penggunaan hutangnya hingga mampu menghasilkan laba yang lebih besar dari biaya modalnya. Ketidak mampuan perusahaan memaksimalkan penggunaan hutang disebabkan karena pada tahun 2008 perekonomian Indonesia mengalami krisis sebagai dampak dari krisis keuangan di Amerika Serikat. Hal ini menyebabkan banyak perusahaan yang menurun kinerjanya sebagai akibat dari adanya krisis tersebut.

Hutang adalah salah satu sumber pendanaan yang banyak digunakan oleh perusahaan untuk memperkuat modal perusahaan dengan tujuan untuk meningkatkan laba perusahaan. Efektivitas penggunaan hutang dalam meningkatkan laba perusahaan bagi setiap perusahaan berbeda, dan sangat tergantung pada kemampuan manajemen di dalam mengelola hutang tersebut. Kemampuan manajemen dalam mengelola hutang untuk meningkatkan laba perusahaan menggambarkan kualitas dari tata kelola manajemen tersebut. Tata kelola manajemen yang baik akan mampu mengelola hutang untuk meningkatkan laba perusahaan (Maher dan Andersson, 1999).

Berdasarkan penjelasan empirik tersebut, maka hasil penelitian ini memberikan pemahaman empiris pada manajemen, bahwa selama periode 2008 sampai dengan 2010 sebagian besar perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI belum menghasilkan laba secara maksimal. Artinya bahwa *rate of return* yang dihasilkan

masih lebih rendah dari biaya modalnya. Jika demikian, maka penggunaan hutang atau *leverage* keuangan akan menurunkan kinerja perusahaan. Sehingga masih ada peluang bagi manajemen untuk meningkatkan *rate of return* dari kegiatan operasinya. Hasil penelitian ini mendukung argumentasi dari *pecking order theory* (POT) bahwa menggunakan hutang dapat menurunkan kinerja perusahaan.

Hasil pengujian ini memberikan implikasi manajerial bahwa manajemen harus memaksimalkan laba operasi. Maksimalisasi laba operasi dapat dilakukan dengan meningkatkan nilai penjualan melalui kebijakan intensifikasi dan diversifikasi pasar. Jangan sampai *rate of return* yang dihasilkan lebih rendah dari biaya modal atas penggunaan hutang. Sesuai dengan *trade-off theory* manajer harus menentukan jumlah struktur modal (*leverage* keuangan) yang maksimal bagi perusahaannya. Penentuan struktur modal (*leverage* keuangan) ini penting, menyangkut dua hal; (1) mengetahui tingkat risiko atau solvabilitas perusahaan, dan (2) mengetahui batas maksimal penggunaan hutang.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Anuchitworawong (2000) sesudah masa krisis di Thailand, dan Guo (2006), yang menemukan *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap ROA. Kesamaan hasil penelitian ini disebabkan karena kondisi pasar modal di Indonesia yang tidak jauh berbeda dengan kondisi pasar modal di Thailand dan Taiwan, khususnya setelah masa krisis. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan hasil penelitian dari Salehi, M (2009) yang melakukan penelitian di Iran, dan menemukan bahwa *leverage* keuangan (*financial leverage*) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, ROA (*firm performance*).

b. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen diproksi dengan insentif manajer dengan indikator pemberian bonus saham kepada manajer, dengan maksud agar manajemen bekerja secara maksimal untuk kepentingan pemilik, sehingga mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan para pemilik. Berdasarkan hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,014 dan *sig-t* = 0,186 menunjukkan bahwa insentif manajer berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *agency theory*, bahwa insentif manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa insentif manajer tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan kinerja perusahaan, khususnya ROA. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level* 5%. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian dari Schulz dan Tubbs (2006), dan juga tidak sesuai dengan penelitian Guo (2006). Disamping tidak sesuai, maka hasil pengujian secara statistik juga tidak konsisten dengan penelitian Schulz dan Tubbs (2006), bahwa *Stock Option* berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA. Hasil penelitian ini secara statistik tidak sesuai dengan Guo (2006) yang menemukan *Stock Bonus* berpengaruh negative dan signifikan terhadap ROA.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen, bahwa selama periode 2008 sampai dengan 2010, pembagian bonus saham kepada manajer pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI tidak berdampak pada kenaikan kinerja mereka. Pengaruh pemberian bonus saham tidak berarti (signifikan) terhadap

kinerja perusahaan. Hasil ini tidak sesuai *agency theory* (Jensen dan Meckling 1976), bahwa sebagai agen manajer diberi mandat kekuasaan untuk menjalankan perusahaan sepenuhnya. Agar manajer mau bekerja dengan baik, maka manajer diberi kompensasi berupa gaji maupun bonus diluar gaji, seperti bonus saham.

Implikasi manajerial dari hasil pengujian ini adalah bahwa pembagian bonus saham kepada manajer yang dilakukan perusahaan tidak meningkatkan kinerja perusahaan. Hasil ini tidak mendukung argumentasi *agency theory*, bahwa untuk menekan perilaku oportunistik manajer, maka manajer diberi kompensasi berupa bonus saham. Pemberian bonus saham kepada manajer akan mengikat manajer sebagai pemilik (*insider ownership*), konsekuensinya manajer ikut bertanggung jawab atas keputusan yang dibuatnya sendiri. Jadi, manajer akan membuat keputusan yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan risiko yang telah diperhitungkan bagi dirinya. Oleh karena itu, manajemen harus meninjau kembali kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer dan mencari tahu solusinya agar kinerja perusahaan meningkat.

c. Kebijakan Investasi

Kebijakan investasi diproksi dengan *capital expenditure* dengan indikator perubahan *Plant, Property, and Equipment (PPE)*. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,069 dan *sig-t* = 0,006 menunjukkan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (ROA). Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori investasi, bahwa pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) dimaksudkan untuk meningkatkan usaha dan kinerja perusahaan (ROA).

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa *capital expenditure* dapat digunakan untuk memprediksikan dan menjelaskan kinerja perusahaan (ROA). Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Anuchitworawong (2000), yang menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negative terhadap ROA, baik sebelum maupun sesudah masa krisis 1996 di Thailand. Namun hasil penelitian ini konsisten meskipun tidak sesuai dengan hasil penelitian dari Al Farouque, *et al* (2005) yang menemukan investasi berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap ROA.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2008 sampai dengan 2010 pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI mempunyai dampak yang berarti terhadap kinerja perusahaan (ROA). Hasil penelitian yang sama juga terjadi di Bangladesh, dari hasil penelitian Al Farouque, *et al* (2005), menemukan bahwa secara statistik investasi cenderung berpengaruh positif, meskipun pengaruh tersebut tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (ROA). Jadi, hasil penelitian ini sesuai dengan argumentasi teori investasi.

Implikasi manajerial dari hasil pengujian ini adalah bahwa *capital expenditure* sebagai pengeluaran modal jangka panjang memberikan efek yang signifikan terhadap kinerja perusahaan (ROA). Hal ini disebabkan karena penghasilan yang diperoleh dari pengeluaran biaya modal adalah merupakan *future income*. Sehingga hasilnya secara positif baru dapat diperoleh setelah beberapa tahun ke depan. Hasil ini sesuai dengan konsep aliran kas dalam investasi, bahwa pada tahun-tahun awal investasi aliran kas masih negative, karena biaya yang dikeluarkan lebih besar dari

pendapatannya. Akibatnya akumulasi pendapatan perusahaan menjadi menurun. Oleh karena itu untuk menjaga keseimbangan pendapatan jangka pendek dan jangka panjang, maka manajemen perlu mencari terobosan kebijakan investasi jangka pendek yang segera mendapatkan hasil.

C. Analisis dan Pembahasan Model Empirik 2

Model empirik 2 terdiri dari 3 variabel independen, yakni *leverage* keuangan (Levkeu), insentif manajer (Inma) dan *capital expenditure* (Capex), dan satu variabel dependen, yakni nilai perusahaan (*Tobin's q*).

1. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk menguji apakah didalam model regresi terjadi persoalan multikolonieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

Multikolonieritas

Tabel 5-15
Nilai Tolerance dan Variance Inflation Factor Model Persamaan 2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,844	,114		7,390	,000		
	LevKeu	,456	,232	,220	1,967	,053	,939	1,065
	Inma	,317	,082	,424	3,878	,000	,984	1,016
	Capex	-,199	,188	-,118	-1,055	,295	,935	1,070

a. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-15 tersebut di atas, maka nilai Tolerance semua variabel independen, yakni *leverage* keuangan, insentif manajer, dan *capital expenditure* tidak ada nilai kurang dari 0,10. Demikian juga dengan nilai VIF (*Variance Inflation*

Factor), tidak ada nilai yang lebih besar dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa di dalam model regresi persamaan 2 ini tidak ada multikolonieritas antar variabel *leverage* keuangan, insentif manajer, dan *capital expenditur*. Oleh karena itu, maka model regresi persamaan 2 terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Autokorelasi

Tabel 5-16
Hasil Uji Durbin – Watson Model Persamaan 2

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,458 ^a	,210	,175	,3411498	1,583

a. Predictors: (Constant), Capex, Inma, LevKeu

b. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan pada Tabel 5-16 tersebut, maka nilai Durbin –Watson adalah sebesar 1,583. Posisi DW terletak di atas d_l dan di bawah d_u ($1,543 \leq 1,583 \leq 1,709$) atau $d_l \leq DW \leq d_u$, sehingga tidak ada autokorelasi positif. Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi positif.

Heteroskedastisitas

Tabel 5-17
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Persamaan 2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,248	,059		4,192	,000
	LevKeu	-,069	,120	-,068	-,577	,566
	Inma	,120	,042	,327	2,820	,006
	Capex	-,044	,098	-,053	-,446	,657

a. Dependent Variable: Residual

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-17 tersebut di atas, maka tidak semua variabel independen tidak signifikan terhadap variabel absolut Ut (Absut/residual). Dalam hal ini insentif manajer signifikan terhadap variabel absolut Ut (Absut/residual). Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Kebanyakan data crosssection memang mengandung situasi heteroskedastisitas, karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran, seperti kecil, sedang dan besar (Imam Ghozali, 2005).

2. Pengujian Model dan Analisis Regresi

Hasil pengujian menunjukkan nilai *Adjusted R Square* adalah sebesar 17,50 persen, berarti *leverage* kuantangan, insentif manajer dan *capital expenditur* mampu menjelaskan nilai perusahaan secara langsung sebesar 17,50 persen dan sisanya 82,50 persen dijelaskan oleh variabel lain. Kemampuan tersebut ternyata signifikan, hal ini ditunjukkan oleh besarnya nilai *Sig-F* = 0,00. Jadi, variabel-variabel dalam model regresi, yakni *leverage* kuantangan, insentif manajer dan *capital expenditur* mampu menjelaskan secara langsung dengan benar terhadap nilai perusahaan sebesar 17,50 persen, dan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model.

Tabel 5-18
Adjusted R Square Model Persamaan 2

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,458(a)	,210	,175	,3411498

a Predictors: (Constant), Capex, Inma, LevKeu

b Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Tabel 5-19
ANOVA (*F TEST*) Model Persamaan 2

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,072	3	,691	5,935	,001 ^a
	Residual	7,798	67	,116		
	Total	9,870	70			

a. Predictors: (Constant), Capex, Inma, LevKeu

b. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-18 dan tabel 5-19 dapat diketahui bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 17,50 persen, sedangkan nilai *F-test* = 5,935 dengan *Sig-F* = 0,001. Jadi, model regresi cukup baik, dan memenuhi persyaratan *goodness of fit* untuk melakukan prediksi.

Tiga variabel dalam model regresi, yaitu *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditur* mampu mempengaruhi secara langsung nilai perusahaan sebesar 17,50 persen. Dengan demikian, maka kebijakan manajemen melalui kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen hanya berpengaruh secara langsung sebesar 17,50 persen, sehingga masih ada lebih banyak lagi variabel lain yang mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian ada kemungkinan bahwa pengaruh kebijakan manajemen melalui kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen bukan merupakan pengaruh langsung melainkan pengaruh tidak langsung.

Bagaimana pengaruh *leverage* keuangan, insentif manajer dan *capital expenditur* terhadap nilai perusahaan, di analisis dengan menggunakan analisis regresi berganda.

Tabel 5-20
Koefisien Regresi Model Persamaan 2

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,844	,114		7,390	,000
LevKeu	,456	,232	,220	1,967	,053
Inma	,317	,082	,424	3,878	,000
Capex	-,199	,188	-,118	-1,055	,295

a. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2012.

Berdasarkan pada Tabel 5-20 tersebut di atas, maka dapat ditulis hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{NilPer} = 0,220\text{Levkeu} + 0,424\text{Inma} - 1,055\text{Capex}$$

Leverage keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, berarti semakin tinggi penggunaan hutang akan semakin tinggi nilai perusahaan. Insentif manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, berarti semakin tinggi insentif yang diberikan kepada manajer, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Sedangkan *capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, kondisi ini menggambarkan bahwa semakin besar biaya yang dikeluarkan untuk pembelian aktiva, semakin menurun nilai perusahaan. Apabila dilihat dari nilai koefisien betanya, maka insentif manajer memiliki beta yang paling tinggi. Dengan demikian, maka insentif manajer atau kebijakan dividen merupakan kebijakan yang paling besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan secara individual, yaitu dengan menguji masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Untuk menentukan hipotesis diterima atau ditolak dapat dilihat dari nilai signifikansi t ($sig-t$) dari masing-masing variabel independennya.

Pada Tabel 5-20 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi t ($sig-t$) dari *leverage* keuangan adalah sebesar 0,053 ($sig-t = 0,053$), signifikan pada level 5 persen. Dengan demikian, maka *leverage* keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada level signifikansi 5 persen. Mengingat bahwa nilai koefisien *beta* dari *leverage* keuangan adalah positif, maka pengaruh *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan adalah positif. Kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis tersebut bahwa kebijakan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan **diterima** pada level signifikansi 5 persen.

Masih dari Tabel 5-12, nilai signifikansi t ($sig-t$) insentif manajer adalah sebesar 0,00 ($sig-t = 0,00$), signifikan kurang dari 1 persen. Dengan demikian, maka insentif manajer berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada level signifikansi kurang dari 1 persen. Mengingat bahwa nilai koefisien *beta* insentif manajer adalah positif, maka pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan adalah positif. Kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis tersebut bahwa insentif manajer berpengaruh terhadap nilai perusahaan **diterima** pada level signifikansi kurang dari 1 persen.

Masih dari Tabel 5-20, nilai signifikansi t ($sig-t$) *capital expenditure* adalah sebesar 0,295 ($sig-t = 0,295$), signifikan pada level signifikansi 29,5 persen. Dengan demikian, maka *capital expenditure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada level

signifikan 29,5 persen. Mengingat bahwa nilai koefisien *beta capital expenditure* adalah negatif, maka pengaruh *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan adalah negatif. Kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis tersebut bahwa *capital expenditure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan **ditolak** pada level signifikansi kurang dari 1, 5 dan 10 persen.

4. Pembahasan

Telah terjawab tingkat signifikansi pengaruh dari kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis pengaruh dari masing-masing variabel, yaitu kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Kebijakan Pendanaan

Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,220 dan *sig-t* = 0,0053 menunjukkan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *capital structure theory* dari Modigliani dan Miller (1963), dan dengan *trade-off theory* atau *balanching theory*. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa penggunaan hutang atau *leverage* keuangan dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian ini sesuai perkiraan sebelumnya dan argumentasi dari *trade-off theory*.

Kebijakan pendanaan yakni kebijakan penggunaan hutang untuk pembiayaan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis tersebut menggambarkan bahwa kebijakan penggunaan hutang direspon positif oleh pasar,

sehingga harga pasar sahamnya naik. Mengingat bahwa harga saham adalah merupakan representasi dari nilai perusahaan, maka dengan naiknya harga saham, naik pula nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *capital structure theory* dari Modigliani dan Miller (1963), bahwa dalam pasar modal yang sempurna dan ada pajak, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang lebih tinggi dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan argumentasi *trade-off theory*, yang menyatakan bahwa sebelum mencapai struktur modal yang maksimal, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa penggunaan hutang atau *leverage* keuangan dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant 5%*. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, akan tetapi pengaruh ini tidak linier melainkan ada batas maksimalnya. Sesuai dengan *trade-off theory* bahwa penggunaan hutang ada ambang batasnya, jika penggunaan hutang melebihi ambang batas, maka biaya kebangkrutan menjadi tinggi. Akibatnya nilai tambah karena manfaat perlindungan pajak dari hutang lebih rendah dari biaya kebangkrutan, sehingga tambahan hutang akan berakibat pada penurunan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2008 sampai 2010 perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI dan menggunakan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penggunaan hutang ditangkap sebagai *signal* positif oleh para pelaku bursa sebagai

adanya mekanisme pengawasan dari pihak ke tiga terhadap manajemen. Apalagi dari hasil pengujian sebelumnya penggunaan hutang belum sampai pada batas maksimal, sehingga masih dapat ditingkatkan untuk memenuhi harapan para pemilik saham. Penggunaan hutang menekan perilaku oportunistik manajer, sesuai dengan argumentasi *free cash flow theory*, terutama pada perusahaan-perusahaan yang aliran kasnya tinggi.

Hasil pengujian ini memberikan implikasi manajerial, bahwa manajemen harus mengelola hutang dengan baik dan benar. Pengelolaan hutang dapat dilakukan dengan menerapkan konsep kebijakan pendanaan melalui struktur modal yang maksimal. Hasil penelitian ini di samping mendukung argumentasi *structure capital theory* dari Modigliani dan Miller (1963), juga sesuai dengan argumentasi *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976). Hasil ini mendukung asumsi bahwa sebagai agen, manajer diberi kepercayaan untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran para pemilik saham.

b. Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,424 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *agency theory*, bahwa insentif manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa insentif manajer dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan

karena hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level* kurang dari 1%. Penggunaan hutang dapat dipakai sebagai kontrol terhadap manajemen sehingga manajemen tidak menggunakan uang *free cash flow* yang berlebihan. Dengan kata lain bahwa penggunaan hutang dapat sebagai pengendali manajemen di dalam menggunakan uang kasnya. Manajemen akan lebih berhati-hati di dalam penggunaan kasnya, karena manajemen juga bagian dari pemilik setelah mendapatkan saham bonus.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa insentif manajer dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 1%. Hasil pengujian ini juga memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2008 sampai dengan 2010, pemberian bonus saham yang pernah dilakukan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, maka pemberian bonus saham direspon sebagai informasi yang positif oleh para pelaku bursa, sehingga berpengaruhnya langsung terhadap nilai perusahaan.

Implikasi manajerial dari hasil pengujian ini adalah bahwa insentif manajer pengaruhnya cukup besar, bahkan paling besar terhadap nilai perusahaan, dibandingkan dengan leverage keuangan. Pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh langsung, yang direspon oleh para pelaku bursa, sehingga harga pasar sahamnya naik. Kenaikan nilai perusahaan berkaitan dengan kenaikan harga pasar saham, artinya para pelaku bursa sebagai penentu terhadap

kenaikan harga pasar saham tersebut. Para pelaku bursa langsung merespon informasi tentang adanya bonus saham bagi para manajer.

Respon oleh para pelaku bursa lebih banyak ditentukan oleh seberapa besar harapan mereka untuk mendapatkan *return* dari investasinya. Harapan ini tercermin dari besarnya laba yang dihasilkan perusahaan, jadi jika laba yang dihasilkan tinggi, maka para pelaku bursa bersedia membayar saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi. Akibatnya harga pasar saham naik, dan naiknya harga pasar saham berarti naik pula nilai perusahaan. Oleh karena itu, yang harus dilakukan oleh manajemen adalah meningkatkan atau mempertahankan laba yang tinggi untuk menarik para pelaku bursa.

c. Kebijakan Investasi

Berdasarkan hasil pengujian statistik, maka nilai koefisien *beta* -0,118 dan *sig-t* = 0,295 menunjukkan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori investasi, bahwa pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) dimaksudkan untuk meningkatkan usaha dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa *capital expenditure* tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level of signifcat* 5%, akan tetapi signifikan pada level 29,50%.

Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2008 sampai dengan 2010, pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEI pada umumnya pengaruhnya

kecil dan cenderung negatif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan manajemen untuk mengeluarkan biaya modal sebagai upaya peningkatan usaha belum direspon positif oleh para pelaku bursa. Jadi, para pelaku bursa masih menunggu dampak dari kebijakan tersebut terhadap aliran kas perusahaan. Akibatnya mereka masih menahan diri untuk tidak melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Apalagi laba perusahaan pada saat ini umumnya masih cukup aman, sehingga mereka masih bisa mengharapkan *return* dari dividen, dan akibatnya pengaruhnya kecil terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Implikasi manajerial dari hasil penelitian ini adalah bahwa pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) tidak dapat dirasakan pengaruhnya dalam jangka pendek. Pengeluaran biaya modal merupakan investasi jangka panjang, sehingga pengaruhnya baru dapat dirasakan setelah beberapa tahun kemudian. Meskipun demikian, hasil pengujian dengan nilai koefisien negative (-0,118) mengindikasikan bahwa dalam jangka pendek kenaikan pendapatan perusahaan belum dapat menutup kenaikan biayanya. Oleh karena itu, untuk meyakinkan pada investor manajemen harus menyajikan pelaporan laba yang stabil, melalui kebijakan *earning management*, sebagai informasi bagi para pelaku bursa.

D. Analisis dan Pembahasan Model Empirik 3

Model empirik terdiri dari 1 variabel independen, kinerja perusahaan (ROA) dan satu variabel dependen, yakni nilai perusahaan (*Tobin's q*).

1. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk menguji apakah didalam model regresi terjadi persoalan multikolonieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

Uji Multikolonieritas

Pengujian multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi ditemukan adanya gejala korelasi atau hubungan antar variabel independen. Di dalam model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi atau hubungan antar variabel independen. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai *Tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Factor*), seperti pada Tabel 5,21 berikut ini.

Tabel 5-21
Nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* Model Persamaan 3

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,495	,089	5,558	,000		
	ROA	9,200	,706	,816	13,034	,000	1,000

a. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-21 tersebut di atas, maka nilai *Tolerance* kinerja perusahaan tidak kurang dari 0,10. Demikian juga dengan nilai VIF (*Variance Inflation Factor*), tidak ada nilai yang lebih besar dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa di dalam model regresi persamaan 3 ini tidak ada multikolonieritas antar variabel independen, karena variabel independennya hanya satu, yaitu kinerja perusahaan.. Oleh karena itu, maka sudah pasti bahwa model regresi persamaan 3 terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Autokorelasi

Tabel 5-22
Hasil Uji Durbin – Watson Model Persamaan 3

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,816 ^a	,667	,663	,4551504	1,758

a. Predictors: (Constant), ROA

b. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan pada Tabel 5-22 tersebut, maka nilai Durbin –Watson adalah sebesar 1,758. Posisi DW terletak diantara du (1,679) dan 4-du (2,321). Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi.

Heteroskedastisitas

Tabel 5-23
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Persamaan 3

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,265	,047		5,682	,000
	ROA	1,049	,370	,294	2,834	,006

a. Dependent Variable: Absolut

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-23 tersebut di atas, maka variabel independen, yakni kinerja perusahaan (ROA) signifikan terhadap variabel absolut Ut (Absut/residual). Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Kebanyakan data crosssection memang mengandung situasi heteroskedastisitas, karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran, seperti kecil, sedang dan besar (Imam Ghozali, 2005).

2. Pengujian Model dan Analisis Regresi

Hasil pengujian menunjukkan nilai *Adjusted R Square* adalah sebesar 66,30 persen, berarti *kinerja perusahaan* mampu menjelaskan nilai perusahaan secara langsung sebesar 66,30 persen dan sisanya 33,70 persen dijelaskan oleh variabel lain. Kemampuan tersebut ternyata signifikan, hal ini ditunjukkan oleh besarnya nilai *Sig-F* = 0,00. Jadi, kinerja perusahaan yang diproksi dengan *Return on Asset* (ROA) mampu menjelaskan secara langsung dengan benar terhadap nilai perusahaan sebesar 66,30 persen, dan sisanya sebesar 33,70 persen dijelaskan oleh variabel-variabel diluar model.

Tabel 5-24
Adjusted R Square Model Persamaan 3

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,816 ^a	,667	,663	,4551504

a. Predictors: (Constant), ROA

b. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Tabel 5-25
ANOVA (*F TEST*) Model Persamaan 3

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	35,192	1	35,192	169,879	,000 ^a
	Residual	17,609	85	,207		
	Total	52,801	86			

a. Predictors: (Constant), ROA

b. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan Tabel 5-24 dan tabel 5-25 dapat diketahui bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 66,30 persen, sedangkan nilai *F-test* = 169,879 dengan *Sig-F* =

0,000. Jadi, model regresi cukup baik, dan memenuhi persyaratan *goodness of fit* untuk melakukan prediksi.

Kinerja perusahaan (ROA) sebagai representasi dari implementasi kebijakan perusahaan mampu menjelaskan atau mempengaruhi nilai perusahaan sebesar 66,30 persen, merupakan pengaruh yang cukup besar. Dengan demikian, maka implementasi kebijakan manajemen melalui kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen cukup baik.

Dengan demikian, maka pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan sebesar 66,30 persen lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsung kebijakan manajemen melalui kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, karena pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan hanya sebesar 17,50 persen.

Bagaimana pengaruh kinerja perusahaan (ROA) terhadap nilai perusahaan, di analisis dengan menggunakan analisis regresi berganda.

Tabel 5-26
Koefisien Regresi Model Persamaan 3

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,495	,089		5,558	,000
	ROA	9,200	,706	,816	13,034	,000

a. Dependent Variable: NilPer

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2012.

Berdasarkan pada Tabel 5-26 tersebut di atas, maka dapat ditulis hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{NilPer} = 0,816\text{ROA}$$

Kinerja perusahaan (*ROA*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, berarti semakin tinggi kinerja perusahaan akan semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini berarti sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan juga sesuai dengan *signaling theory*, dimana kinerja perusahaan (*ROA*) ditangkap sebagai signal positif oleh investor.

3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menguji masing pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Untuk menentukan hipotesis diterima atau ditolak dapat dilihat dari nilai signifikansi *t* (*sig-t*) dari kinerja perusahaan sebagai variabel independennya.

Pada Tabel 5-26 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi *t* (*sig-t*) dari kinerja perusahaan (*ROA*) adalah sebesar 0,000 (*sig-t* = 0,000), signifikan pada level kurang dari 1 persen. Dengan demikian, maka kinerja perusahaan (*ROA*) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada level signifikansi kurang dari 1 persen. Mengingat bahwa nilai koefisien *beta* dari kinerja perusahaan (*ROA*) adalah positif, maka pengaruh kinerja perusahaan (*ROA*) terhadap nilai perusahaan adalah positif. Kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis tersebut bahwa kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan **diterima** pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen.

4. Pembahasan

Telah terjawab tingkat signifikansi pengaruh dari kinerja perusahaan yang diproksi dengan *Return on Asset* (*ROA*) terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pada

hasil pengujian hipotesis pengaruh dari kinerja perusahaan (ROA) terhadap nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut:

Bahwa hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,816 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *signaling theory*. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kinerja perusahaan (ROA) dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian ini memenuhi persyaratan *goodness of fit* seperti yang dipersyaratkan dalam model regresi.

Kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis tersebut menggambarkan bahwa kinerja perusahaan direspon positif oleh pasar (investor), sehingga harga pasar sahamnya naik. Mengingat bahwa harga saham adalah merupakan representasi dari nilai perusahaan, maka dengan naiknya harga saham, naik pula nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *signaling theory*, bahwa kinerja perusahaan (ROA) sebagai informasi kepada pihak luar (pasar atau investor) cukup efektif, terbukti pasar meresponnya dengan kenaikan harga saham, artinya bahwa investor bersedia membayar saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kinerja perusahaan yang diproksi dengan *Return on Asset* (ROA) dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant 1%*. Kinerja perusahaan yang baik akan

meningkatkan nilai perusahaan, secara teoritis pengaruh tersebut adalah linier, dimana semakin tinggi kinerja perusahaan (ROA) akan semakin tinggi nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q.

Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2008 sampai 2010 perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI dan menghasilkan *Return on Asset* (ROA) positif dapat meningkatkan nilai perusahaan. *Return on Asset* (ROA) sebagai proksi dari kinerja perusahaan ditangkap sebagai *signal* positif oleh para pelaku bursa sebagai tanda adanya return bagi investasinya.

Hasil pengujian ini memberikan implikasi manajerial, bahwa manajemen harus selalu meningkatkan kinerja perusahaan (ROA) agar harga saham perusahaan naik. Peningkatan kinerja perusahaan (ROA) dapat dilakukan dengan melalui kebijakan pendanaan dan kebijakan investasi. Sesuai dengan hasil analisis pada persamaan 1, maka kebijakan pendanaan dilakukan dengan menggunakan modal dari dalam perusahaan atau modal sendiri. Sedangkan kebijakan investasi dilakukan untuk memperluas usaha, baik perluasan pasar maupun perluasan pabrik. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya dari penulis (Bambang Sudiyatno, 2010) dengan periode waktu yang berbeda.

BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis pada tiga model persamaan tersebut dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. *Leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi penggunaan hutang, maka semakin rendah kinerja perusahaan.
2. Insentif manajer berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga ada kecenderungan pembagian bonus saham berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, namun pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan.
3. *Capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi biaya yang dikeluarkan untuk investasi, maka akan semakin tinggi kinerja perusahaan.
4. *Leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi penggunaan hutang, maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.
5. Insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Jadi, perusahaan yang membagi bonus saham kinerjanya meningkat, yaitu dengan meningkatnya *Return on Asset* (ROA) perusahaan.
6. *Capital expenditure* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, ada kecenderungan pengaruh yang menurun

terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan melakukan pengeluaran untuk investasi, meskipun pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan.

7. Kinerja perusahaan yang diproksi dengan *Return on Asset* (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, maka semakin tinggi kinerja perusahaan, maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Jadi, perusahaan yang menghasilkan *Return on Asset* (ROA) tinggi, maka akan semakin tinggi harga pasar sahamnya.

Dengan demikian, kebijakan perusahaan memiliki peran yang sangat penting dalam menentukan hubungan antara kebijakan perusahaan dan nilai perusahaan. Peran tersebut dapat dilihat dari besarnya nilai *Adj. R-square* kinerja perusahaan (66,3%) terhadap nilai perusahaan yang lebih besar dari nilai *Adj. R-square* kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan (17,50%). Kebijakan perusahaan hanya berpengaruh 17,50% terhadap nilai perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh 66,3% terhadap nilai perusahaan.

Nilai *Adj. R-square* kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan sebesar 39,4%, lebih besar dari nilai *R-square* kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan yang sebesar 17,3%. Hasil ini mengindikasikan kebijakan perusahaan lebih banyak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan daripada terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, maka kinerja perusahaan cukup memediasi hubungan antara kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan.

B. Saran-saran

Dengan mendasarkan pada kesimpulan dari hasil penelitian tersebut, maka dapat direkomendasikan hal-hal sebagai berikut:

1. Untuk meningkatkan kinerja perusahaan, manajemen perlu melakukan ekspansi usaha dan menentukan struktur modal yang maksimal
2. Pembagian bonus saham perlu dilakukan untuk melakukan pengendalian manajemen dari perilaku oportunistiknya.
3. Untuk meningkatkan nilai perusahaan, manajemen perlu melakukannya dengan meningkatkan kinerja perusahaan.
4. Bagi investor didalam memilih investasi perlu memperhatikan *signal* informasi yang dikeluarkan perusahaan, seperti kebijakan ekspansi, pendanaan dan kinerja perusahaan (ROA).

C. Arah Penelitian Mendatang

Mengingat bahwa terjadi kontradiktif dari hasil penelitian ini, terutama pada variabel *leverage* keuangan, dimana *leverage* keuangan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, namun terhadap nilai perusahaan *leverage* keuangan berpengaruh positif. Oleh karena itu, perlu melakukan pengujian mediasi terhadap kinerja perusahaan (ROA) untuk mengetahui apakah *leverage* keuangan lebih efektif berpengaruh langsung atau tidak langsung terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abowd JM, and Kaplan DS, 1999, "Executive Compensation": Six Questions that Need Answering", *J Econ Perspect*, 13, pp. 145-168.
- Adolfo De Motta, 2003, "Managerial Incentives and Internal Capital Markets", *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 3, pg. 1193-1220.
- Aduda, Josiah, 2011, "The Relationship Between Executive Compensation and Firm Performance in the Kenyan Banking Sector". *Research Paper*, Department of Finance and Accounting, School of Business, University of Nairobi Kenya.
- Aggarwal, R and Aung Kyaw, N.N, 2006, Kent State University, Kent, OH 44242, e-mail: raggarwa@bsa3.kent.edu, Iona College, New Rochelle, NY 10801, e-mail: nkyaw@iona.edu, "Leverage, Investment Opportunities, and Firm Value: A Global Perspective on the Influence of Financial Development".
- Agarwal, V., Daniel, N.D., and Naik, N.Y, 2005, Georgia State University, Robinson College of Business, 35, Broad Street, Suite 1221, Atlanta GA 30303, E-mail vagarwal@gsu.edu (Vikas) and nav@gsu.edu (Naveen), Role Managerial Incentives, Flexibility, and Ability: Evidence from Performance and Money Flows in Hedge Funds".
- Aivazian, V. A., Ying Ge, and Jiaping Qiu, 2005, "The Impact of Leverage on Firm Investment": Canadian Evidence, *Journal of Corporate Finance* 11 (2005), pg. 277-291.
- Akbar, S, Ali Shah, SZ and Saadi, I, 2008, "Stock Market Reaction to Capital Expenditure Announcements by UK Firms", *Applied Financial Economics*, vol. 18, no. 8, pp. 617-627.
- Al Farooque, O., Tony van Zijl., Dunstan, K., and Karim, W, 2005, University of Auckland Business School (Tamaki Division), Private Bag 92019, Auckland, New Zealand, Email: keitha.dunstan@vuw.ac.nz, School of Accounting and Commercial Law, Victoria University of Wellington, PO Box 600, Wellington, New Zealand, <http://www.accounting-research.org.nz>, "A Simultaneous Equations Approach to Analysing the Relationship Between Ownership Structure and Performance in Bangladesh".

- Amadi, A, 2005, "Capital Expenditure and Long-Run Profitability": Evidence From The Paper and Forest Products Industry, *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, Vol 10, Number 2, pg. 1-10.
- Anuchitworawong, C, 2004, Institute of Economic Research Hitotsubashi University 2-1 Naka, Kunitachi, 186-8603, Tokyo, E-mail: cei*info@ier.hit*u.ac.jp, "Ownership-based Incentives, Internal Corporate Risk and Firm Performance".
- Aquino, R, 2010, "Capital Structure of Philippine Listed and Unlisted Firm: 1997 – 2008". University of the Philippines, College of Business Administration, *Discussion Paper* 1005.
- Baber, W.R., Daniel, P.L, and Roberts, A.A, 2002, "Compensation to Managers of Charitable Organizations": An Empirical Study of the Role of Accounting Measures of Program Activities, *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 3, pg. 679-693.
- Bambang Sudiyatno, 2010. "Peran Kinerja Perusahaan daam menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan". *Disertasi* Non Publikasi Universitas Diponegoro Semarang.
- Bambang Sudiyatno dan Elen Puspitasari, 2010, "Pengaruh Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan Sebagai Variabel Intervening" (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia), *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. 2. No. 1, Hal. 1-22.
- Bathala C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao, 1994, "Managerial Ownership, Debt Policy, and Institutional Holdings: An Agency Perpective", *Financial Management Journal*, 23, pg. 38-50.
- Bebchuk L, 2005, "The Growth of Executive Pay", *Oxford Review Economic Pol*, 21, pp. 283-301.
- Berk, Ales, 2005, University of Ljubljana, Faculty of Economics Kardeljeva Ploščad 17, Ljubljana, <http://ales.berk@ef.uni-lj.si>, "Drivers of Leverage in Slovene Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases".
- Bhatti, Afkar M., Majeed, Kamran., Ijaz-ur-Rehman., and Khan, Waqas Anwar, 2010, "Affect of Leverage on Risk and Stock Returns": Evidence from Pakistan Companies, *International Research Journal of Financial and Economics*.

- Brailsford, TJ and Yeoh, D, 2004, “Agency Problems and Capital Expenditure Announcements”, *The Journal of Business*, vol. 77, no. 2, pp. 223-256.
- Brealey, R.A., Myers, S.C, 1991, “*Principle of Corporate Finance*”, Fourth Edition, International Edition, McGraw-Hill, Inc.
- Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., and Davis Philip, R, 1999, “*Intermediate Financial Management*”, Sixth Edition, The Dryden Press, Orlando.
- Brigham, Eugene F., Ehrhardt, Michael C, 2005, “*Financial Management*”, Theory and Practice, South – Western USA.
- Carlson, Steven and Bathala CT, 1997, “Ownership Differences and Firm’s Income Smoothing Behavior”, *Journal of Business and Accounting*, 24 (2), Maret, pp. 179-196.
- Chan, C-Y., Tai, V.W., Chan, C.-H. and Li, K.-A, 2012, The Effects of Executive Stock Options and Stock Bonuses on Payout Policies in Taiwan. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41: 146-174, doi: 10.1111/j.2041-6156.2012.01068.x.
- Chowdhury, Anup., and Chowdhury, S, Paul, 2010, “Impact of Capital Structure on Firm’s Value”: Evidence from Bangladesh, *BEH – Business and Economic Horizons*, October, pg. 111-122.
- Clay, Darin G, 2001, “Institutional Ownership, CEO Incentive, and Firm Value”, *Dissertation of Doctor of Philosophy The University of Chicago*, Chicago, Illinois.
- Cooper, Michael J., Gulen, Huseyin., and Rau, P. Raghavendra, 2009, “Performance for Pay?. The Relationship Between CEO Incentive Compensation and Future Stock Price Performance”, *Krannert Graduate School of Management, Purdue University*.
- Eddy Jumarsin, 2011, “Executive Compensation and Firm Performance: An Empirical Examination”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 28, pp. 163-179.
- Eddy Suranta dan Pratama Puspita Merdistuti, 2004, “Income Smoothing, Tobin’s Q, Agency Problem dan Kinerja Perusahaan”, *Simposium Nasional Akuntansi VII*, Bali.
- Eli Amir, Guan, Y., and Livne, G, 2006, London Business School, Regent’s Park London, NW1 4SA United Kingdom, e-mail: eamir@london.edu, Cass

Business School City University 106 Bunhill Row London, ECIY 8TZ
United Kingdom, “The Relative Association of R 7 D and Capital
Expenditures with Earnings Variability”.

Fama, E. F, 1986, “Agency Problem and Theory of Firm”, *Journal Political
Economy*, 88, pg. 301-325.

Fuller, Russel. J, and Farrell James, L. Jr, 1987, “*Modern Investments and Security
Analysis*”. McGraw-Hill, International Editions Financial Series, Singapore.

Giancarlo S, 2000, “Stock-Related Compensation and Product-Market Competition”,
Ran J Eco, 31, pp. 22-42.

Gill, Amarjit., Biger, Nahum., and Bhutani, Smita, 2008, “Corporate Performance
and the Chief Executive Officer’s Compensation in the Service Industry”,
The Open Business Journal, I, pp. 62-66.

Gujarati, Damodar, N, 2003, “*Basic Econometrics*”, Fourth Edition, International
Edition, McGraw-Hill.

Harford, J and Li, K, 2005 University of Washington Business School, Seattle, WA
98195-3200, E-mail jarred@u.washington.edu, “Decoupling CEO Wealth
and Firm Performance”: Evidence from Acquisitions and Capital
Expenditures.

Harris M., Raviv A, 1991, “The Theory of Capital Structure”, *The Journal of
Finance*, 46, pg. 297-355.

Horne, Van, J.C and Wachowicz, J.M, Jr, 2001, “*Fundamental of Financial
Management*”. Prentice-Hall, Inc. A Simon & Schuster Company
Englewood Cliffs, new Jersey 07632.

Hutchinson, M, 2001, School of Accounting and Finance Deakin University 221
Burwood Highway Victoria, Email hutch@deakin.edu.au, “A Contracting-
Agency Analysis of the Association Between Firm Risk, Incentives and
Firm Performance”: An Australian Perspective.

Institute for Economic and Financial Research, “*Indonesian Capital Market
Directory 2008 s/d 2011*”, Jakarta

Jensen, M.C, 1986, “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and
Takeovers”, *American Econimics Review*, 76. May, pg. 232-329.

- Jensen, M., and W.H. Meckling, 1976, "The Theory of the Firm": Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of financial Economic* 3, No. 4. pg. 305-360.
- Jensen, Michael, and Kevin Murphy, 1990, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 2 (April), pg. 225-262.
- Kerr JL, and Kren L, 1992, "Effects of Relative Decision Monitoring on Chief Executive Compensation", *Acad Mgt J*, 35, pp. 370-397.
- Lang, Larry H.P and Rena M. Stulz, 1994, "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pg. 1248-1280.
- Lemmon, M. L., and Lins, K. V, 2003, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence From the East Asian Financial Crisis, *The Journal of Finance* LVIII:4, p. 1445-1468.
- Liao, Grace M., Lu, Chilin., and Chen, Y.W, 2009, "Market Reaction to Announcements of Share-Based Payment", *The International Journal of Economic Policy Studies*, Vol. 4, article 7.
- Li, Donglin., 2004, The Implications of Capital Investments for Future Profitability and Stock Returns—an Overinvestment Perspective. *Haas School of Business, University of California, Berkeley, CA94720*.
- Lynn., Hua, Ling Yew., and Shaikh, Junaid M, 2011, "Stock Market Reaction Towards Capital Expenditure Announcements": Malaysia Case for Servicing and Manufacturing Industry, *Global Review of Accounting and Finance*, Vol. 2, No. 1, pp. 29-41.
- Magpayo, Corazon, L, 2011, "Effect of Working Capital Management and Financial Leverage on Financial Performance of Philippine Firms", *College of Business, De La Salle University, 2401 Taft Avenue 1004 Manila*.
- Makaryanwati, 2002, "Pengaruh Perataan Laba dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan", *Thesis S2, Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta*.
- Martin, J.D & J.W Kensinger, 1990, "Corporate Research and Development Expenditures and Share Value", *Journal of Financial Economics* 26, pg. 255-276.

- Matthew S. Lilling, 2006, "The Link Between CEO Compensation and Firm Performance": Does Simultaneity Matter?, *Atlantic Economic Journal*, 34, pp. 101-114.
- McConnel, J.J and C.J Muscarella (1985), "Corporate Capital Expenditure Decision and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, no. 3, pp. 399-422.
- McConnell, J., and H. Servaes, 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, pg. 595-612.
- Mehran, H, 1995, "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 38, pg. 163-184.
- Modigliani, F., and M. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48 (3), pg. 261-297.
- Modigliani, F and Miller, M., 1963, "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital": A Correction, *American Economic Review*, 53, June, pg. 433-443.
- Murphy,KJ, 1985, "Corporate Performance and Managerial Remuneration": An Empirical Analysis, *J Acc Econ*, , 7, pp. 11-42.
- Murphy,KJ, 1998, "*Executive Compensation*", Handbook of Labor Economics, North-Holland, 3.
- Myers, Stewart C, 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, 147-75.
- Myers, Stewart C, 1984, "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39: 3, July, pg. 575-592.
- Myers, Stewart C, and Nicholas S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, pg. 187-221.
- Ozerturk, S, 2004, "Managerial Risk Reduction, Incentives and Firm Value", *Working Paper*, Department of Economics, Southern Methodist University, 75275 Dallas, TX.
- Panahian, H., and Aminossadati, A, 2011, "The Relationship Between Capital Structure Effect on Earnings Respon Coefficient for in Tehran Stock

Exchange (TSE)”, *Interntional Bulletin of Business Administration*, ISSN: 1451-243x Issue 10.

- Pasternack, D and Rosenberg, M, 2002, Department of Finance and Statistics Swedish School of Economics and Business Administration 00101 Helsinki, E-mail: publ@shh.fi, and internet: <http://www.shh.fi/services/biblio/papers/index.htm>, “The Impact of Stock Option Incentives on Investment and Firm Value”.
- Rayan, Kuben, 2008, “Financial Leverage and Firm Value”, *Gordon Institute of Business Science*, University of Pretoria
- Ross, S. A, 2004, “Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness”, *The Journal of Finance*, LIX:1, pg. 207-225.
- Salehi, Mahdi, 2009. “Study of the Relationship Between Capital Structure Measures and Firm Performance: Evidence from Iran”. *International Journal of Business and Management*, No. 1, Vol. 4, January.
- Shian Su, G., and Tam Vo, Hong, 2010, “The Relationship Between Corporate Strategy, Capital Structure and Firm Performance”: An Empirical Study of the Listed Companies in Vietnam. *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 50.
- Wang, Changyun and Xie, Jin, 2008, “Large Investors, Capital Expenditures, and Firm Value”: Evidence from the Chinese Stock Market, *School of Finance, Renmin University of China, Beijing., and Department of Finance, Hongkong University of Science and Technology*.
- Wen-Chung Guo, 2006, “Stock Bonus Compensation and Firm Performance in Taiwan”, *Taiwan Economic Journal*.
- Weston, J.F dan Copeland, T.E, 1991, ”*Managerial Finance*” 8th Edition (Revised Edition), The Dryden Press.
- Wolfe, J, and Aidar Sauaia, A.C, 2003, “The Tobin q as a Company Performance Indicator”, *Departments in Business Simulation and Experiential Learning*, Volume 30, 2003, pp. 155-159.

LAMPIRAN-LAMPIRAN

Lampiran 1.

LEVKEU, INMA, CAPEX TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN:

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	76	,2290	,0045	,2335	,098557	,0558164
Levkeu	76	,8700	,0900	,9600	,415789	,1908386
Inma	76	1	0	1	,61	,492
Capex	76	1,0657	-,1568	,9089	,139684	,2110324
Valid N (listwise)	76					

Residual

N	Valid	76
	Missing	0
Skewness		,192
Std. Error of Skewness		,276
Kurtosis		-1,207
Std. Error of Kurtosis		,545

Rasio skewnwss = 0,695652

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,044	,008		5,773	,000
	Levkeu	-,017	,014	-,151	-1,242	,218
	Inma	-,002	,005	-,045	-,373	,710
	Capex	,006	,012	,055	,463	,645

a. Dependent Variable: Residual

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,647(a)	,419	,394	,0434330	1,861

a Predictors: (Constant), Capex, Inma, Levkeu

b Dependent Variable: ROA

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,153	,015		10,260	,000		
	Levkeu	-,175	,027	-,599	-6,376	,000	,915	1,093
	Inma	,014	,010	,123	1,334	,186	,946	1,057
	Capex	,069	,024	,260	2,838	,006	,963	1,038

a. Dependent Variable: ROA

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,098	3	,033	17,288	,000 ^a
	Residual	,136	72	,002		
	Total	,234	75			

a. Predictors: (Constant), Capex, Inma, Levkeu

b. Dependent Variable: ROA

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,153	,015		10,260	,000
	Levkeu	-,175	,027	-,599	-6,376	,000
	Inma	,014	,010	,123	1,334	,186
	Capex	,069	,024	,260	2,838	,006

a. Dependent Variable: ROA

Lampiran 2.

LEVKEU, INMA DAN CAPEX TERHADAP NILAI PERUSAHAAN:

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NilPer	110	14,7204	,2829	15,0033	2,104116	2,1976440
LevKeu	110	,9300	,0300	,9600	,398500	,1941053
Inma	110	1,00	,00	1,00	,5727	,49695
Capex	110	4,5638	-,1568	4,4070	,197428	,4731562
Valid N (listwise)	110					

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NilPer	71	1,7006	,3287	2,0293	1,177570	,3754975
LevKeu	71	,8100	,0900	,9000	,421268	,1813594
Inma	71	1,00	,00	1,00	,5352	,50231
Capex	71	1,2549	-,1568	1,0981	,143110	,2237615
Valid N (listwise)	71					

Residual

N	Valid	71
	Missing	63
Skewness		,444
Std. Error of Skewness		,285
Kurtosis		-,816
Std. Error of Kurtosis		,563

$$\text{Rasio Skewness} = 0,444/0,285$$

$$= 1,5579$$

Uji Heteroskedastisitas:

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,248	,059		4,192	,000
	LevKeu	-,069	,120	-,068	-,577	,566
	Inma	,120	,042	,327	2,820	,006
	Capex	-,044	,098	-,053	-,446	,657

a. Dependent Variable: Residual

Terjadi persoalan heteroskedastisitas pada variable insentif manajer.

Uji Multikolonieritas:

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,844	,114		7,390	,000		
	LevKeu	,456	,232	,220	1,967	,053	,939	1,065
	Inma	,317	,082	,424	3,878	,000	,984	1,016
	Capex	-,199	,188	-,118	-1,055	,295	,935	1,070

a. Dependent Variable: NilPer

Tidak terjadi persoalan multikolonieritas di dalam model regresi.

Uji Autokorelasi:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,458 ^a	,210	,175	,3411498	1,583

a. Predictors: (Constant), Capex, Inma, LevKeu

b. Dependent Variable: NilPer

DW = 1,583

du = 1,709

dl = 1,543

4-du = 4-1,709

= 2,291

Posisi DW: $1,543 \leq 1,583 \leq 1,709$.

Tidak ada Autokorelasi positif.

Uji Model

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,458(a)	,210	,175	,3411498

a Predictors: (Constant), Capex, Inma, LevKeu

b Dependent Variable: NilPer

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,072	3	,691	5,935	,001 ^a
	Residual	7,798	67	,116		
	Total	9,870	70			

a. Predictors: (Constant), Capex, Inma, LevKeu

b. Dependent Variable: NilPer

Analisis Regresi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,844	,114		7,390	,000
	LevKeu	,456	,232	,220	1,967	,053
	Inma	,317	,082	,424	3,878	,000
	Capex	-,199	,188	-,118	-1,055	,295

a. Dependent Variable: NilPer

Lampiran 3.

KINERJA PERUSAHAAN DAN NILAI PERUSAHAAN:

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NilPer	110	14,7204	,2829	15,0033	2,104116	2,1976440
ROA	110	,4059	,0008	,4067	,126990	,0934485
Valid N (listwise)	110					

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NilPer	87	4,3650	,2829	4,6479	1,466677	,7835610
ROA	87	,3415	,0012	,3427	,105598	,0695309
Valid N (listwise)	87					

Statistics

Absolut

N	Valid	87
	Missing	63
Skewness		,393
Std. Error of Skewness		,258
Kurtosis		-,620
Std. Error of Kurtosis		,511

Rasio Skewness = $0,393/0,258$

$$= 1,5232$$

Uji Heteroskedastisitas:

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,265	,047		5,682	,000
	ROA	1,049	,370	,294	2,834	,006

a. Dependent Variable: Absolut

Terjadi Heteroskedastisitas

Uji Multikolonieritas:

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,495	,089		5,558	,000		
	ROA	9,200	,706	,816	13,034	,000	1,000	1,000

a. Dependent Variable: NilPer

Tidak terjadi multikolonieritas.

Uji Autokorelasi:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,816 ^a	,667	,663	,4551504	1,758

a. Predictors: (Constant), ROA

b. Dependent Variable: NilPer

$$DW = 1,758$$

$$du = 1,679$$

$$4-du = 4-1,679$$

$$= 2,321$$

DW terletak diantara 1,679 dan 2,321

Tidak terjadi Autokorelasi.

Pengujian Model:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,816 ^a	,667	,663	,4551504

a. Predictors: (Constant), ROA

b. Dependent Variable: NilPer

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	35,192	1	35,192	169,879	,000 ^a
	Residual	17,609	85	,207		
	Total	52,801	86			

a. Predictors: (Constant), ROA

b. Dependent Variable: NilPer

Analisis Regresi:**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,495	,089		5,558	,000
	ROA	9,200	,706	,816	13,034	,000

a. Dependent Variable: NilPer

