

**PENGARUH PERTUMBUHAN DAN UTANG
TERHADAP ASOSIASI NILAI PERUSAHAAN – LABA
DAN NILAI BUKU EKUITAS**



Oleh :

N a m a : Luthfi Pudiaryanto

No. Mahasiswa : 03312175

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
JOGJAKARTA**

2007

**PENGARUH PERTUMBUHAN DAN UTANG
TERHADAP ASOSIASI NILAI PERUSAHAAN – LABA
DAN NILAI BUKU EKUITAS**

SKRIPSI

**Disusun dan diajukan untuk memenuhi salah satu syarat untuk
Mencapai derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi
Pada Fakultas Ekonomi UII**

Oleh :

N a m a : Luthfi Pudiariyanto

No. Mahasiswa : 03312175


**Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia
Yogyakarta
2007**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“ Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku. ”

Yogyakarta, Juli 2007

Penyusun,



(Luthfi Pudiaryanto)

**PENGARUH PERTUMBUHAN DAN UTANG
TERHADAP ASOSIASI NILAI PERUSAHAAN – LABA
DAN NILAI BUKU EKUITAS**

Hasil Penelitian



diajukan oleh

Nama : Luthfi Pudiariyanto
Nomor Mahasiswa : 03312175
Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing
Pada tanggal ___/Juli/2007

Dosen Pembimbing

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Kumala Hadi'. The signature is fluid and cursive, with a long horizontal stroke at the end. It is positioned above a horizontal line that serves as a separator between the signature and the name below it.

(Kumala Hadi., Dr. M.S, Ak)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

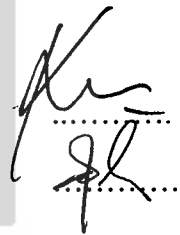
**Pengaruh Pertumbuhan dan Utang Terhadap Asosiasi Nilai
Perusahaan-Laba dan Nilai Buku Ekuitas**

Disusun Oleh: LUTHFI PUDIARIFYANTO
Nomor Mahasiswa: 03312175

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 8 Agustus 2007

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dr. Kumala Hadi, M.Si, Ak

Penguji : Dra. Reni Yendrawati, M.Si



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Dis. Asma Ashak, M.Bus, Ph.D

KATA PENGANTAR



Assalamu'alaikum Wr. Wb

Dengan mengucap Alhamdulillah Rabbil'alamin, dan segala puji syukur senantiasa penulis panjatkan kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, hidayah, dan inayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul "*Pengaruh Pertumbuhan dan Utang Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan-Laba dan Nilai Buku Ekuitas*" ini dengan lancar.

Penelitian ini merupakan tugas akhir yang penulis susun untuk memenuhi persyaratan guna memperoleh gelar kesarjanaan dalam bidang Ekonomi Strata 1 pada Jurusan Akuntansi Universitas Islam Indonesia.

Peneliti menyadari bahwa dalam penulisannya, skripsi ini sangat jauh dari sempurna, karena kesempurnaan hanya milik Allah. Usaha dan curahan perhatian penulis pada pengerjaannya tidak dapat serta merta menghasilkan karya yang sempurna. Keterbatasan ilmu yang dimiliki sebagai maunusia membuat penulis sangat mengharapkan masukan dari berbagai pihak, baik saran maupun kritik yang membangun demi peningkatan ini dan utu yang lebih baik dari tulisan ini.

Bantuan dan dukungan yang tak terhingga dari berbagai pihak dalam penulisan skripsi ini merupakan salah satu kemudahan yang sangat penulis syukuri. Oleh karenanya ucapan terima kasih mendalam penulis sampaikan kepada :

1. Allah SWT atas rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Atas takdir, cobaan, ketabahan, dan kekuatan yang Engkau berikan kepadaku.

2. Rasulullah SAW. atas syafaatnya dan panutan sebagai suri tauladan.
Penulis banyak belajar dari kehidupan dan perjuangannya.
3. Bapak Drs. Asmai Ishak, M.Bus., Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
4. Ibu Erna Hidayah, M.Si, Ak, selaku Ketua Jurusan Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
5. Bapak Kumala Hadi, Dr.M.S,Ak selaku Dosen Pembimbing Skripsi yang telah mencurahkan waktu dan perhatiannya dengan penuh kesabaran membimbing dan mengarahkan penulis selama proses penyusunan skripsi.
6. Kedua orang tua, Bapak dan Ibu yang telah memberikan segalanya. Semua kesabaran, cinta kasih yang tulus, dan kebahagiaan tak hentinya dicurahkan. Maafkan ad' ya udah nyusahin. Ibu, bapak, terima kasih.....
7. Mas Ifin kakakku yang udah selalu menemaniku selama kuliah di jogja, yang suka traktir makan, gantiin ronda, wakilin acara komplek, nemenin jalan – jalan, dan walau tak perhatian, dirimu tetap merindukan.
8. Untuk adikku Nadia, yang selalu memberi senyum dan semangatnya, yang selalu baik hati berbagi pulsanya, yang selalu nurutin kata – kata mas walau sering menjerumuskan, maafkan mas, “ayo semangat kuliah!!! “.
9. Untuk Ica, semoga tidak lelah menemani, mencurahkan perasaan, terimakasih telah memberikan kesabaran dan kasih sayangnya untuk aa', maafkan aa' belum bisa seperti yang lain.
10. Untuk Mbak Har, Mbak Tum, Mbak Ning terima kasih buat semangatnya, terima kasih makanannya yang selalu bikin kangen pulang ke rumah.

11. Temen – temen Kost Burjo “pak Harjos” dan band Burjo’s yang tinggal kenangan, temen – temen kontrakan yang seperjuangan, Haryo u’r so complicated man, Adi, Cemet, Ubush, Yogi, Chandra, Mirwan, Arya, Endi, I’ll miss u friend and i hope u’r always be the best friend.
12. Buat Maya, Dewi makasih sudah jadi asisten, guru, dan pembimbing pribadi yang baik dan sabar, Luthfi banyak utang budi dengan kalian.
13. Temen – temen Kelas C makasih banyak, makasih udah kasih kenangan yang paling berkesan.
14. AB 3621 PF yang selalu menemani kemana pun tanpa banyak komentar, komputerku yang terkadang membuat tegang dengan kerusakannya, laptopku yang selalu membantu buat internetan, kasurku beserta bantal dan guling yang setia menunggu setiap malam.
15. Untuk bapak – bapak komplek yang gaul, yang super aktif, yang kadang – kadang menyita waktuku buat ngegosip dan begadang, makasih ya.

Akhirnya melalui skripsi ini, peneliti berharap agar hasil penelitian ini dapat menjadi bahan masukan/pertimbangan bagi para pihak-pihak yang berkepentingan. Semoga bermanfaat.

Yogyakarta, Juli 2007

Luthfi Pudiariyanto

MOTTO



DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	iii
Halaman Pengesahan.....	iv
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Isi.....	x
Daftar Tabel.....	xii
Daftar Gambar.....	xiii
Daftar Lampiran.....	xiv
Abstrak.....	xv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	7
1.3. Tujuan Penelitian.....	7
1.4. Manfaat Penelitian.....	8
1.5. Sistematika Penulisan.....	9
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	11
2.1. Pengertian Pasar Modal.....	11
2.2. Pengertian Laporan Keuangan.....	13
2.3. Struktur Modal.....	14
2.4. Pengertian Utang.....	17
2.5. Pengertian Pertumbuhan Perusahaan.....	20
2.6. Pengertian Laba.....	21
2.7. Nilai Perusahaan.....	23
2.7.1. Nilai Pasar.....	26
2.7.2. <i>Tobin's q</i>	26
2.8. Penelitian Terdahulu.....	27
2.8.1 Hubungan Pertumbuhan dengan Utang.....	27
2.8.2. Hubungan Nilai Perusahaan – Laba.....	30
2.8.3. Hubungan Nilai Perusahaan – Nilai Buku Ekuitas.....	31
2.8.4. Hubungan antara Pertumbuhan dengan Nilai Perusahaan – Laba.....	32
2.8.5. Hubungan antara Pertumbuhan dengan Nilai Perusahaan - Nilai Buku Ekuitas.....	33
2.8.6. Hubungan antara Utang dengan Nilai Perusahaan – Laba.....	34
2.8.7. Hubungan antara Utang dengan Nilai Perusahaan – Nilai Buku Ekuitas.....	36
2.9. Pengembangan Hipotesa.....	37
2.9.1. Utang Melemahkan Asosiasi Nilai Perusahaan – Laba dan Ekuitas.....	37
2.9.2. Pertumbuhan Meningkatkan Asosiasi Nilai Perusahaan – Laba.....	37
2.9.3. Pertumbuhan Meningkatkan Asosiasi Nilai Perusahaan – Nilai Buku Ekuitas.....	38

BAB III METODE PENELITIAN.....	40
3.1. Populasi dan Sampel Penelitian.....	40
3.2. Sumber dan Jenis Data.....	41
3.3. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian	41
3.3.1. Pertumbuhan perusahaan	41
3.3.2. Hutang.....	42
3.3.3. Laba	42
3.3.4. <i>Tobin's q</i>	43
3.3.5. <i>Nilai Pasar</i>	43
3.4. Model Penelitian.....	44
3.5. Uji Asumsi Klasik.....	45
3.5.1. Uji Autokorelasi	45
3.5.2. Uji Heteroskedastisitas	46
BAB IV ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN	47
4.1. Pengumpulan Sampel Penelitian	47
4.2. Statistik Deskriptif	48
4.3. Analisa Regresi Statistik	52
4.4. Analisa Hasil Pengujian dan Pembahasan	57
4.4.1. Pengaruh Utang Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan – Laba.....	57
4.4.2. Pengaruh Utang Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan – Ekuitas	58
4.4.3. Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan – Laba.....	58
4.4.3. Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan – Ekuitas	59
4.5. Uji Asumsi Klasik.....	64
4.5.1. Uji Autokorelasi	64
4.5.2. Uji Heteroskedastisitas	64
BAB V PENUTUP	66
5.1. Kesimpulan.....	66
5.2. Keterbatasan dan Saran Penelitian.....	68
DAFTAR PUSTAKA.....	69

DAFTAR TABEL

Tabel 1 Seleksi Sampel.....	41
Tabel 2 Analisis Deskriptif PerVariabel Penelitian.....	49
Tabel 3 Analisis Deskriptif Per Variabel Per Tahun	51
Tabel 4 Uji <i>Multivariate</i> dengan Nilai Perusahaan (<i>Tobin's q</i>)	60
Tabel 5 Uji <i>Multivariate</i> dengan Nilai Perusahaan (Harga Pasar).....	62



DAFTAR GAMBAR



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur di BEJ	74
Lampiran 2 Data Deskriptif	75
Lampiran 3 Hasil Olah Data Statistik Software Eviews 3.0	76



PENGARUH PERTUMBUHAN DAN UTANG TERHADAP ASOSIASI NILAI PERUSAHAAN – LABA DAN NILAI BUKU EKUITAS

ABSTRAK

Penelitian ini membahas mengenai pengaruh pertumbuhan dan utang terhadap asosiasi nilai perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas. Penelitian menggunakan proksi nilai perusahaan berupa nilai pasar (harga pasar saham) dan Tobin's q.

Permasalahan dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah utang dan pertumbuhan memperkuat atau memperlemah asosiasi nilai perusahaan – laba dan nilai perusahaan – nilai buku ekuitas.

Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang dianalisis menggunakan metode least square dan pool least square.

Berdasarkan hasil penelitian, utang berpengaruh memperlemah hubungan nilai perusahaan dengan laba dan nilai buku ekuitas, selain itu pertumbuhan berpengaruh meningkatkan hubungan nilai perusahaan dengan laba dan nilai buku ekuitas.

Kata Kunci: Utang, Pertumbuhan, Nilai Perusahaan, Laba, Ekuitas, Tobin's q.

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang. Umumnya investasi dibedakan menjadi dua, yaitu investasi pada *financial assets* dan investasi pada *real assets* (Abdul Halim, 2003). Investasi pada *financial assets* dilakukan di pasar uang atau di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran dan opsi. Sedangkan investasi pada *real assets* diwujudkan dalam bentuk pembelian *assets* produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan dan lainnya. Secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagi instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri (Suad Husnan, 1993). Perusahaan merupakan sebuah kombinasi antara aset milik perusahaan dengan pilihan investasi di masa yang akan datang (Myers, 1977).

Pasar modal merupakan salah satu wahana yang dapat dimanfaatkan untuk memobilisasi dana, baik dari dalam atau luar negeri. Kehadiran pasar modal memperbanyak pilihan sumber dana (khususnya dana jangka panjang) bagi perusahaan. Hal ini berarti keputusan pembelanjaan dapat menjadi semakin bervariasi (Trismawati, 2002).

Kehadiran bursa efek sebagai lembaga penunjang pasar modal telah ikut berperan serta dalam menunjang perkembangan perusahaan-perusahaan yang ada dalam satu negara. Melalui bursa efek perusahaan dimungkinkan untuk mencari alternatif penghimpunan dana selain melalui perbankan. Perusahaan yang akan melakukan ekspansi dapat mendapatkan dana tidak hanya dalam bentuk kredit perbankan tetapi juga dalam bentuk equity (modal sendiri). Melalui bursa efek memungkinkan suatu perusahaan untuk menerbitkan sekuritas yang berupa saham. Setiap perusahaan yang menerbitkan saham secara umum bertujuan untuk meningkatkan harga atau nilai sahamnya guna memaksimalkan kekayaan atau kemakmuran para pemegang sahamnya.

Debt and equity finance merupakan elemen penting dalam struktur modal sebuah perusahaan. Oleh karena itu, utang dan modal menjadi suatu hal yang menarik para peneliti keuangan untuk meneliti lebih lanjut. Tujuan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan pada dasarnya adalah untuk menaikkan *rate of return* yang berasal dari asset (Weston & Eugene, 1972). Penggunaan hutang sebagai pendanaan perusahaan biasa disebut *financial leverage*. Dengan hutang, perusahaan berharap hutang mampu memacu produktifitas dan kinerja keuangan. Sehingga perusahaan dapat dikatakan tumbuh. Skinner (1993) telah menguji peluang pertumbuhan dengan membuat asosiasi peluang pertumbuhan terhadap besarnya utang, kompensasi, dan pilihan akuntansi. Dalam penelitiannya, ia menemukan bahwa utang memiliki asosiasi negatif terhadap peluang pertumbuhan. Penelitian lain menyebutkan, Sugihen (2003) menganalisis dan menguji pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung antara struktur modal

dengan produktivitas aktiva, kinerja keuangan, dan nilai perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap aktivitas investasi dan produktivitas aktiva. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan hutang pada struktur modal tidak menyebabkan penambahan investasi, sehingga perubahan struktur modal tidak berpengaruh terhadap aktivitas investasi dan produktivitas aktiva. Aktivitas investasi maupun kesempatan investasi menunjukkan aspek positif yang mengarah pada harapan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang lebih tinggi sering dikaitkan dengan manajemen laba yang lebih tinggi juga. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Zmijewski dan Hagerman (1981) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan antara leverage dan pilihan prosedur akuntansi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar *debt/equity ratio*, semakin besar pula kemungkinan perusahaan akan menggunakan prosedur (atau portofolio prosedur) yang meningkatkan laba yang dilaporkan periode sekarang atau laporan keuangan yang disajikan cenderung tidak konservatif (optimis). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemungkinan melakukan manajemen laba lebih tinggi.

Barclay (1995) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi tidak akan melakukan pendanaan melalui utang. Besar utang memiliki hubungan yang negatif terhadap peluang pertumbuhan perusahaan. Resiko keuangan yang ditimbulkan akan semakin besar jika pendanaan dilakukan dengan utang. Tetapi dengan pengelolaan utang yang baik, tak jarang perusahaan dapat merealisasi pertumbuhan.

Pada era 90an, Indonesia terkenal sebagai “macan Asia” karena tingginya tingkat pertumbuhan ekonomi yang terjadi. Tetapi setelah krisis ekonomi melanda, sebutan tersebut kini berbalik. Indonesia menjadi sebuah negara yang terpuruk ekonominya. Banyak perusahaan tidak mampu beroperasi lagi, nilai mata uang Rupiah merosot tajam terhadap Us Dollar, harga – harga kebutuhan pokok melonjak tajam hingga inflasi mencapai 58% (sumber dana moneter internasional). Secara garis besar terdapat lima elemen yang berpengaruh terhadap krisis moneter, yaitu ekonomi riil, sektor keuangan, ekonomi makro, keuangan internasional dan aliran modal, serta penentuan harga asset. Perekonomian suatu negara berjalan dengan baik apabila terdapat keseimbangan dalam kelima elemen ini. Namun jika salah satu elemen keluar dari keseimbangan dan mempengaruhi elemen lainnya, maka krisis ekonomi dapat terjadi (Dominic dkk, 2003). Salah satu contoh pemicu ketidakseimbangan adalah liberalisasi pasar yang dilakukan dengan cepat dimana negara belum siap menghadapinya. Liberalisasi yang demikian itu menyebabkan banyak perusahaan di negara tersebut tidak mampu menghasilkan income yang cukup untuk menutup modal mereka, sehingga makin lama nilai asset perusahaan – perusahaan tersebut turun. Hal ini pun terjadi di Indonesia, dan menyebabkan Indonesia terpuruk ekonominya.

Negara luar sangat mempengaruhi kegiatan ekonomi di Indonesia. Sebelum krisis ekonomi, perusahaan domestik Indonesia berlomba – lomba untuk mendapatkan pinjaman dari luar negeri terutama mata uang US dollar. Terlebih adanya deregulasi pemerintah Indonesia yang cukup memberikan kebebasan atas masuknya aliran modal ke dalam negeri untuk memacu kegiatan usaha berupa

pemasukan modal jangka pendek pada periode 1990-1996 sebelum terjadinya krisis. Pemasukan besar-besaran modal swasta jangka pendek itu terjadi akibat dari adanya kebijakan Pemerintah untuk melakukan deregulasi perekonomian dan perbankan, liberalisasi perdagangan luar negeri dan privatisasi. Pinjaman dari luar negeri dirasa sangat menguntungkan. Sebab suku bunga US dollar lebih rendah dari pinjaman Rupiah. Kondisi ini tidak sehat, karena mudahnya perusahaan – perusahaan di Indonesia memperoleh dana dari luar negeri tidak diimbangi dengan kemampuan menghasilkan output yang cukup untuk membayar hutang – hutangnya (Dominic dkk, 2003). Terlebih dana – dana yang berasal dari hutang tersebut banyak diinvestasikan pada sektor – sektor yang tingkat pengembaliannya jauh dari yang diharapkan, seperti sektor properti. Hal ini terbukti bahwa pada saat itu sektor yang paling terpukul adalah sektor properti, manufaktur dan perbankan (Kompas, 21 Desember 1998). Berbeda dengan RRC dan Malaysia yang lebih menyukai penanaman modal langsung swasta asing, Indonesia, sebelum krisis, lebih suka meminjam modal pendek dari luar negeri untuk membiayai investasi jangka panjang. Sehingga ketergantungan akan modal jangka pendek telah menimbulkan ketidak serasian (*mismatches*) yang pada gilirannya merupakan salah satu penyebab krisis ekonomi tahun 1997-1998.

Dalam kondisi inflasi yang tinggi, nilai ekuitas tidak mencerminkan nilai buku perusahaan tersebut, karena tidak disesuaikan dengan faktor inflasi yang semestinya menaikkan harga jual aktiva tetap. Nilai asset semakin lama semakin turun. Selain itu dalam kondisi fluktuasi mata uang, nilai ekuitas juga akan terdistorsi, akibat pengakuan laba (rugi) akibat selisih kurs, yang nilainya

seringkali signifikan dan mempengaruhi laba (rugi) bersih. Hal ini berakibat menurunnya kinerja perusahaan. Hal ini terjadi juga karena adanya fluktuasi nilai rupiah terhadap dollar. Bahan pokok produksi yang sebagian besar merupakan barang impor dan dibayar dengan dollar menyebabkan biaya produksi menjadi membengkak. Informasi asset menjadi tidak *relevan*. Perusahaan tidak mampu membayar hutangnya yang segera jatuh tempo dan pada akhirnya perusahaan menjadi bangkrut.

Krisis moneter telah memberikan pelajaran penting kepada pemerintah dalam mengeluarkan regulasi dan memberi pelajaran kepada perusahaan mengenai bagaimana mengatur keuangan mereka. Tampak bahwa pendanaan lewat hutang telah keadaan ekonomi menjadi kacau. Manajemen mulai merubah cara pandang mereka dalam menjalankan perusahaan kedepannya. Oleh karena itu penelitian ini cukup penting. Penelitian serupa akan peneliti terapkan dengan data pasar saham di Indonesia tetapi dengan menggunakan sampel 2002 hingga 2005 dan membandingkan hasilnya dengan proksi nilai perusahaan (harga pasar saham dan *Tobin's q*).

Penelitian ini dilakukan dengan memperluas penelitian sebelumnya, Kumala Hadi (2001) dan memperluas penelitian Ohlson (1995) dengan menggali pengaruh interaksi utang dan pertumbuhan terhadap hubungan nilai perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas, namun tidak menggali lebih lanjut mengenai hubungannya dengan manajemen laba, tetapi memperhitungkan penggunaan proksi nilai perusahaan berupa nilai pasar (harga pasar saham) dan *Tobin's q*.

Sehingga diharapkan penelitian ini dapat memberikan kontribusi terhadap perkembangan literatur akuntansi di Indonesia, khususnya tentang pengaruh pertumbuhan dan utang terhadap hubungan nilai pasar perusahaan – laba dan nilai ekuitas.

1.2 Rumusan Masalah

Berbeda dengan penelitian Kumala Hadi (2001) yang mengambil sample pada 1995 - 1998, maka penelitian ini memperluas sample yang digunakan. Sample yang diambil pada penelitian ini menggunakan periode 2002 – 2005 dimana pada periode ini, perekonomian tengah memulai babak baru. Berbagai kebijakan baru muncul, ekonom memiliki pandangan baru mengenai bisnisnya, dan krisis ekonomi telah merubah paradigma yang ada dalam kegiatan bisnis termasuk dalam kegiatan pasar modal (Sugihen, 2006). Penelitian ini menyelidiki asosiasi pertumbuhan dan utang terhadap hubungan nilai pasar perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas pada pasca krisis ekonomi dan menggunakan dua dasar pengukuran nilai perusahaan (harga pasar saham dan *Tobin's q*) dan membandingkan hasilnya. Dari uraian di atas, masalah penelitian ini dirumuskan dengan pertanyaan “bagaimana pengaruh pertumbuhan dan utang terhadap hubungan nilai perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas”?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris apakah pertumbuhan dan utang memperkuat atau memperlemah hubungan nilai

perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas setelah terjadinya krisis moneter. Apakah secara uji empiris konsistensi interaksi variabel pertumbuhan dan variabel laba dan nilai buku ekuitas, dan variabel utang dan variabel laba dan nilai buku ekuitas terhadap nilai perusahaan dengan membandingkannya berdasar nilai pasar (harga pasar saham) dan *Tobin's q*.

1.4. Manfaat Penelitian

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

1. Bagi investor yang ingin melakukan investasi terhadap saham yang tercatat di Bursa Efek. Hal ini sangat berguna bagi keputusan investasi di masa mendatang. Penelitian ini dapat memberikan informasi tentang risiko lewat laporan keuangan yang disajikan oleh perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta.
2. Bagi penulis berguna untuk mengembangkan penelitian yang telah dilakukan sehingga dapat menambah wawasan penulis mengenai faktor yang mempengaruhi nilai pasar perusahaan serta membuat perbandingan antara teori dan praktik, menganalisis, dan menginterpretasikan dalam bentuk karya tulis.
3. Bagi perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta akan mendapatkan manfaat dari penelitian ini berupa sumbangan pikiran dan masukan yang pada akhirnya dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan di masa mendatang.

4. Bagi pemerintah dan masyarakat yaitu penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai ilmu pengetahuan dan sebagai landasan sumber informasi yang berarti dalam mempelajari masalah yang sama dengan penelitian ini.

1.5. Sistematika Penulisan

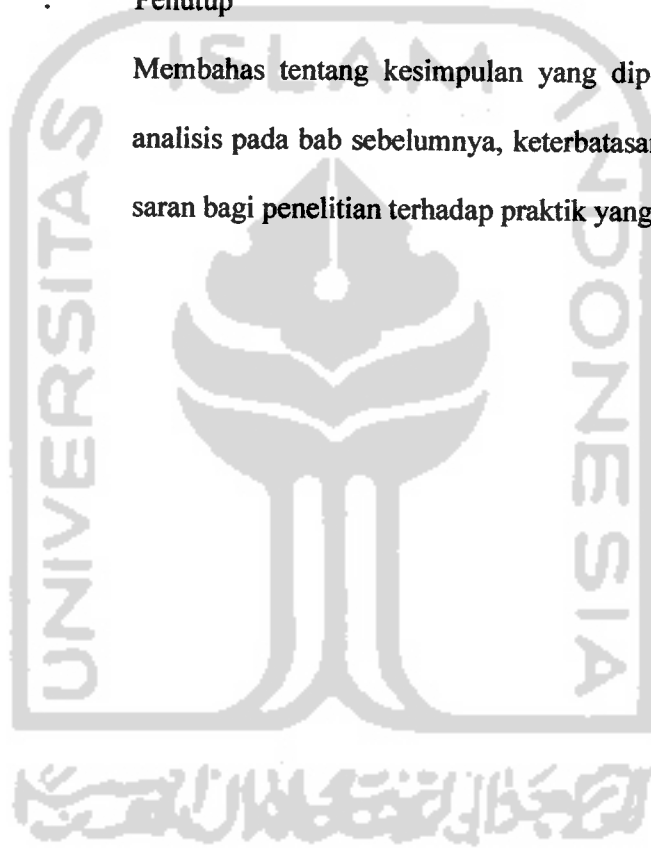
Penyajian ini disusun dalam lima bab yang saling berkaitan satu sama lain dengan sistematika sebagai berikut :

- BAB II** : **Pendahuluan**
Berisi uraian tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan & manfaat penelitian, metode penelitian, dan sistematika penulisan.
- BAB II** : **Kajian Pustaka**
Bab ini berisikan mengenai penjelasan – penjelasan secara teori berhubungan dengan permasalahan yang diteliti, serta pantauan terhadap penelitian terdahulu.
- BAB III** : **Metode Penelitian**
Menguraikan tentang populasi dan penentuan sample yang akan dijadikan objek penelitian, sumber data dan teknik pengumpulan data, identifikasi variabel, perumusan model, analisis serta pengujian hipotesis.
- BAB IV** : **Analisis Data dan Hasil Penelitian**

Berisi uraian tentang data khusus yang berkaitan dengan analisa pemecahan masalah dan pemecahan masalah yang telah ditentukan berdasarkan alat – alat dan langkah – langkah analisa sehingga akan membawa kepada tujuan dan sasaran dari penelitian.

BAB V : Penutup

Membahas tentang kesimpulan yang diperoleh dari hasil analisis pada bab sebelumnya, keterbatasan penelitian serta saran bagi penelitian terhadap praktik yang ada.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Pengertian Pasar Modal

Secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri (Suad Husnan, 1993). Perusahaan merupakan sebuah kombinasi antara aset milik perusahaan dengan pilihan investasi di masa yang akan datang (Myers, 1977).

Pasar modal merupakan salah satu wahana yang dapat dimanfaatkan perusahaan untuk memobilisasi dana, baik dari dalam atau luar negeri. Kehadiran pasar modal memperbanyak pilihan sumber dana (khususnya dana jangka panjang) bagi perusahaan. Hal ini berarti keputusan pembelanjaan dapat menjadi semakin bervariasi (Yuliati dalam Trismawati, 2002).

Pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan (Husnan, 1998). Dalam menjalankan fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* (pihak yang memiliki kelebihan dana) ke *borrower* (pihak yang memerlukan dana). Dari sisi *borrowers*, tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan mereka melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan. Sedangkan sebagai fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrowers* dan para *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

Kehadiran bursa efek sebagai lembaga penunjang pasar modal telah ikut berperan serta dalam menunjang perkembangan perusahaan-perusahaan yang ada dalam satu negara. Melalui bursa efek perusahaan dimungkinkan untuk mencari alternatif penghimpunan dana selain melalui perbankan. Perusahaan yang akan melakukan ekspansi dapat mendapatkan dana tidak hanya dalam bentuk kredit perbankan tetapi juga dalam bentuk *equity* (modal sendiri). Melalui bursa efek memungkinkan suatu perusahaan untuk menerbitkan sekuritas yang berupa saham. Dalam teori keuangan dijelaskan bahwa bagaimanapun juga akan terdapat batasan menggunakan utang. Keterbatasan tersebut biasanya diindikasikan dari telah terlalu tingginya *debt to equity ratio* (yaitu perbandingan antara utang dengan modal sendiri) yang dimiliki perusahaan. Dalam keadaan tersebut perusahaan akan terpaksa menahan diri untuk perluasan usaha, kecuali kalau bisa mendapatkan dana dalam bentuk *equity* (modal sendiri). Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas berupa surat tanda utang (obligasi) ataupun surat tanda kepemilikan (saham) dengan cara *go public*. Dengan demikian, perusahaan dapat menghindari dari keadaan *debt to equity* yang terlalu tinggi, sehingga justru membuat *cost of capital of the firm* tidak lagi minimal. Tentu saja tidak berarti bahwa perusahaan akan selalu menerbitkan saham dengan adanya pasar modal. Tidak juga bahwa saham (karena tidak mengharuskan perusahaan membayar bunga) lantas ditafsirkan sebagai dana murah. Dalam teori keuangan dijelaskan bahwa setiap sumber dana, baik utang maupun dana sendiri, memiliki biaya modal (*cost of capital*). Hanya saja, untuk modal sendiri, biaya tersebut bersifat implisit, sedangkan untuk utang bersifat

eksplisit karena benar – benar dikeluarkan oleh perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga. Setiap perusahaan yang menerbitkan saham secara umum bertujuan untuk meningkatkan harga atau nilai sahamnya guna memaksimalkan kekayaan atau kemakmuran para pemegang sahamnya. Untuk itu, perusahaan perlu menentukan struktur modal yang efisien agar mampu memaksimalkan kekayaan perusahaan. Efisien baru dapat diketahui dengan membandingkan laba yang diperoleh dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut (Nawarcono, 2004).

2.2 Pengertian Laporan Keuangan

Dalam standar akuntansi keuangan (SAK) disebutkan bahwa tujuan laporan keuangan adalah memberikan informasi tentang posisi keuangan dengan tujuan umum adalah memberikan informasi tentang posisi keuangan, kinerja, dan arus kas perusahaan yang bermanfaat bagi para pengguna laporan keuangan dalam rangka mengambil keputusan – keputusan ekonomi serta menunjukkan pertanggungjawaban pihak manajemen atas penggunaan sumber – sumber daya yang dipercayakan kepada mereka. Laporan keuangan yang lengkap meliputi : neraca, laporan laba-rugi, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, dan catatan atas laporan keuangan (IAI, 2004).

Laporan keuangan merupakan hasil akhir dari suatu proses akuntansi yang diharapkan dapat membantu dalam pengambilan keputusan oleh para penggunanya. Salah satu yang mendasari keputusan investor dalam melakukan investasi adalah isi laporan keuangan perusahaan. Apabila investor percaya

terhadap hipotesis pasar efisien yang digunakan sebagai pegangan, kita berharap bahwa investor akan berhati – hati mengikuti laporan keuangan perusahaan dan semua fluktuasi tingkat laba akan digambarkan pada tingkat harga (Tumirin dan Indra, 2003). Investor dapat mengetahui perbandingan antara nilai intrinsik saham dengan harga pasar saham perusahaan. Nilai intrinsik merupakan nilai seharusnya dari suatu saham, sedangkan nilai pasar adalah harga dari saham di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pasar.

2.3 Struktur Modal

Struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya. Struktur keuangan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca. Ini terdiri dari hutang jangka pemdek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Struktur modal, yaitu kombinasi antara penggunaan hutang dan saham dalam pendanaan (ekuitas) (Brigham, *et. al.*, 1999). Dengan kata lain, struktur modal atau *kapitalisasi* perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang saham pereferen (saham istimewa) dan modal pemegang saham. Jadi struktur modal suatu perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya. (Syamaun, 2006) menunjukkan bahwa ada struktur modal yang optimal bagi setiap perusahaan, yaitu suatu kombinasi hutang dan saham tertentu yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan, teori keuangan tidak dapat menentukan struktur modal yang optimal dengan tepat, tetapi, teori keuangan dapat menolong mengidentifikasi faktor - faktor penting yang mempengaruhi

struktur yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan, dan dengan mengerti hal ini perusahaan dapat menentukan target struktur modalnya.

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan, kalau keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan (Husnan, 1998). Dengan kata lain, seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan utang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan – keputusan keuangan lainnya. Dengan kata lain, seandainya jika perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan, berarti bahwa tidak ada struktur modal yang terbaik. Semua struktur modal baik. Tetapi kalau dengan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik

Pada tahun 1958, Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) mempublikasikan salah satu teori yang sangat spektakuler tentang teori manajemen keuangan modern, mereka menyimpulkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Penelitiannya ini dimulai dengan asumsi ketat khususnya tentang pasar modal yang efisien. Yang dimaksud efisien adalah efisien secara *informational efisien*. Sehingga pasar yang efisien adalah suatu pasar di mana harga menerminkan semua informasi yang diketahui (Fama, 1970). Dalam pembuktiannya tampak bahwa nilai perusahaan yang menggunakan utang ternyata lebih tinggi daripada nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang, maka investor yang memiliki saham di perusahaan yang dibiayai dengan utang dapat meningkatkan pendapatannya dengan menjual sahamnya dan menggunakan

dana tersebut ditambah dengan utang untuk membeli saham perusahaan yang tidak memiliki utang. Pengaruh transaksi ini tentunya akan mengakibatkan harga saham perusahaan yang tidak memiliki utang akan naik. Proses ini baru akan berhenti jika harga kedua saham tersebut sama. Dengan demikian menurut MM harga saham tidak ditentukan oleh struktur modal.

Namun pernyataan MM ini benar hanya apabila asumsi yang mendasari dipenuhi. Kemudian MM (1963) menjelaskan kembali dengan memperhatikan pajak. Dengan adanya pajak maka nilai perusahaan atau harga saham akan dipengaruhi oleh struktur modal. Semakin tinggi proporsi utang yang digunakan maka akan semakin tinggi harga saham. Ini disebabkan karena *return* pemegang saham dibayarkan dari pendapatan setelah pajak. Dengan demikian penggunaan utang mengakibatkan pendapatan setelah pajak yang tersedia bagi pemegang saham menjadi lebih besar dari pada jika perusahaan tidak menggunakan utang.

Namun demikian perusahaan tidak mungkin akan menggunakan utang dalam mendanai perusahaannya secara keseluruhan. Kemudian beberapa penelitian menyimpulkan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan . tetapi pada suatu titik tertentu yakni struktur modal yang optimal, nilai perusahaan akan mulai menurun dengan semakin besarnya proporsi utang dalam struktur modalnya (Husnan, 1998 dan Syamaun, 2006). Hal ini disebabkan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang menjadi lebih kecil dibanding dengan biaya yang timbul atas penggunaan utang tersebut. Untuk jumlah tertentu, penggunaan utang memang lebih baik, tetapi utang yang begitu

besar tidak baik bagi perusahaan. Terdapat *trade-off* antara manfaat dan biaya atas penggunaan utang.

2.4 Utang

Utang dalam standar akuntansi keuangan didefinisikan sebagai kewajiban perusahaan masa kini yang timbul akibat dari peristiwa masa lalu dan dari mana manfaat ekonomi di masa depan diharapkan akan diperoleh perusahaan. Utang seringkali menunjuk pada adanya klaim atas aktiva perusahaan oleh kreditor. Perusahaan dapat memiliki aktiva karena *supply* dana dari salah satu atau keduanya, yaitu kreditor atau pemilik men-*supply* dana – dana untuk memperoleh aktiva tersebut. Klaim terhadap aktiva oleh kreditor dan pemilik adalah berbeda. Kreditor memiliki hak lebih dahulu daripada pemilik. Dengan melakukan utang, perusahaan mengharapkan akan memperoleh manfaat ekonomi yang lebih besar dari nilai utang tersebut. Sehingga perusahaan tidak perlu mengeluarkan dana dari dalam perusahaan dalam membiayai kegiatan perusahaan.

Kewajiban kepada kreditor disebut utang yang dalam istilah manajemen keuangan disebut modal asing. Sedangkan kewajiban kepada pemilik disebut modal atau ekuitas yang dalam istilah manajemen keuangan disebut modal sendiri (Mukodim, 2006). Ditinjau dari kepentingan modal sendiri atau pemilik perusahaan, penambahan utang hanya dibenarkan jika penambahan tersebut memiliki efek financial yang menguntungkan terhadap modal sendiri. Penambahan utang hanya akan memberikan pengaruh menguntungkan terhadap

modal sendiri apabila *rate of return* daripada penambahan utang tersebut lebih besar daripada biaya uang atau bunganya.

Leverage adalah penggunaan asset dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sartono, 1998). Pengertian diatas dapat didefinisikan sebagai besarnya rasio antara nilai buku seluruh hutang (debt) terhadap total aktiva (total assets). Angka rasio *leverage* ini biasanya digunakan untuk mengetahui berapa besarnya utang dalam total asset perusahaan. Adapun penjelasannya didapat dengan membandingkan rasio yang sama dengan perusahaan lainnya dalam industri yang sejenis. Mempunyai leverage yang tinggi tidak selalu berarti jelek. Bahkan leverage pada tingkat tertentu bisa meningkatkan ROE. Dengan hutang, perusahaan dapat mengubah rasio pinjaman dan ekuitas tanpa mengubah total aktiva atau pendapatan perusahaan sebelum bunga dan pajak. Akan tetapi masalahnya pada *leverage* yang berlebihan pada akhirnya akan mengurangi profit margin dan mengurangi efisien perputaran aset (Sugihen, 2003). Hal ini akan berakibat terhadap turunnya harga saham. Trismawati (2002) menjelaskan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan akan menaikkan nilai saham, karena adanya kenaikan pajak yang merupakan pos deduksi terhadap biaya hutang, namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang di timbulkan dari adanya penggunaan hutang. Oleh karena itu dalam kondisi tertentu perusahaan dapat memenuhi kebutuhan dananya dengan mengutamakan sumber-sumber dari dalam perusahaan, akan tetapi adakalanya juga dana sudah sedemikian meningkat

karena pertumbuhan perusahaan, dan dana internal telah di gunakan semua, maka tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan yang berupa hutang (Trismawati, 2002). Skinner (1993) menguji bahwa utang memiliki hubungan negatif terhadap peluang pertumbuhan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang lebih tinggi menunjukkan manajemen laba yang lebih tinggi pula. Penelitian lain menyebutkan, Nawarcono (2005) mengatakan bahwa apabila *rate of return* dari penambahan utang yang sama dengan biaya utang, maka perluasan modal yang dipenuhi dengan utang atau modal sendiri akan mempunyai pengaruh yang sama terhadap rentabilitas modal sendiri sehingga akan mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan. Rentabilitas ekonomi merupakan perbandingan antara laba usaha dengan aktiva usaha yang dipergunakan untuk menghasilkan laba atau keuntungan yang dinyatakan dalam prosentase.

Pada saat inflasi, akan terjadi perubahan nilai kurs uang sehingga dipastikan nilai pasar utang yang dimiliki perusahaan akan melebihi nilai bukunya. Yang pada akhirnya pembayaran utang menuntut nilai yang lebih besar karena adanya perubahan *present value*. Penambahan riil utang yang terjadi akibat inflasi dapat mengurangi *present value* perusahaan yang memiliki opsi riil karena strategi investasi menjadi tidak optimal (Myers, 1977). Bahkan (Sugihen, 2003) menemukan bahwa peningkatan hutang pada struktur modal tidak menyebabkan pertambahan investasi, sehingga perubahan struktur modal tidak berpengaruh terhadap aktivitas investasi dan produktivitas aktiva. Dalam penelitiannya, hutang yang meningkat di perusahaan manufaktur di Indonesia tidak berasal dari

tambahan dana eksternal, melainkan disebabkan oleh meningkatnya nilai rupiah dari hutang valuta asing sebagai akibat dari melemahnya nilai rupiah terhadap valuta asing. Hal ini tentu akan merubah cara pandang manajemen terhadap pengambilan keputusan mengenai hutangnya agar kejadian serupa pada masa krisis tidak terulang kembali. Dari penjelasan ini peneliti mengharapkan asosiasi antara hutang dan hubungan nilai pasar-laba dan nilai buku ekuitas pasca krisis moneter adalah negatif.

2.5 Pertumbuhan Perusahaan

Dengan mengetahui nilai buku dan nilai pasar, pertumbuhan perusahaan dapat diketahui. Pertumbuhan perusahaan (*growth*) menunjukkan *investment opportunity set* (IOS) atau set kesempatan investasi di masa datang. IOS adalah set peluang investasi yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. Myers (1977) menjelaskan perusahaan sebagai kombinasi aset di tempat dan pilihan investasi masa depan. Bentuk yang membedakan pilihan investasi (atau pertumbuhan) adalah nilai perusahaan itu tergantung pada kebebasan pemilihan pengeluaran yang ditentukan oleh manajer di masa depan. Smith dan Watts (1992) juga Gaver dan Gaver (1993) menggunakan rasio nilai pasar dibagi dengan nilai buku sebagai proksi dari IOS yang merupakan pengukur pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio lebih besar dari nilai satu yang berarti pasar percaya bahwa nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya. Kondisi pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan pendanaan dan deviden yang dibuat. Dari hasil penelitian Gaver dan Gaver

(1993), Skinner (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000) serta Adi Prasetyo (2000) dalam hal kebijakan pendanaan telah membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh mengambil kebijakan pendanaan yang berbeda.

Perusahaan yang tumbuh mempunyai leverage yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh dengan pertimbangan untuk mengurangi resiko usahanya, apabila terjadi kegagalan sehingga tidak mampu membayar bunga hutang. Selain itu Jensen (1986), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000) serta Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000) juga membuktikan perusahaan yang tumbuh memberikan deviden yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh karena laba yang ditahan yang dihasilkan perusahaan, sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi.

2.6 Laba

Menurut GAAP, laba bersih atau rugi bersih menjelaskan adanya perubahan ekuitas atau perubahan dalam harta bersih dari satu entitas selama satu periode sebagai satu akibat dari transaksi dan peristiwa ekonomi yang mendatangkan pendapatan, beban, keuntungan dan kerugian. Laba bersih dan rugi bersih meliputi seluruh perubahan dalam ukuitas selama satu periode, kecuali investasi oleh pemilik dan pendistribusian hasil kepada pemilik, dan perubahan lainnya didalam harta bersih (seperti perubahan nilai pasar saham-saham ekuitas

yang tidak untuk dijual pada masa berjalan). Secara matematis laba bersih atau rugi bersih ditentukan oleh pendapatan, beban, keuntungan dan kerugian.

Beberapa penelitian menemukan bahwa laba mempunyai kandungan yang lebih besar dibandingkan kandungan informasi arus kas. Dimana korelasi laba dan *future stock return* dan korelasi antara laba dan kinerja mas depan lebih tinggi dibandingkan korelasi antara arus kas operasi dan kedua variabel tersebut. Penelitian Dechow (1994) menunjukkan bahwa laba berdasarkan accrual adalah ukuran yang lebih baik dari kinerja perusahaan dibandingkan arus kas. Oleh karena itu, manajer akan melakukan *earnings management* untuk melaporkan kerugian atau penurunan laba yang dapat menurunkan nilai perusahaan (Burgstahler & Dichev, 1997). Pengertian manajemen laba menurut Scott (2000) adalah pemilihan kebijakan akuntansi oleh manajer untuk mencapai tujuan khusus. Perbedaan informasi yang dimiliki antara eksekutif dan pemakai laporan keuangan dapat memberi kesempatan dan memotivasi eksekutif untuk bersikap oportunistis, yaitu memperbaiki profil laba akuntansi yang akan dipublikasikannya. Sikap ini sangat merugikan pemakai laporan keuangan karena informasi yang disampaikan eksekutif menjadi tidak akurat (*reliability*) dan tidak menggambarkan nilai fundamental perusahaan.

Cara yang paling umum untuk menilai sebuah perusahaan adalah menggunakan labanya. Laba, dalam hal ini laba bersih, adalah sejumlah dana yang tersisa setelah perusahaan membayar semua pengeluarannya. Untuk melihat perbandingannya secara relevan, ukuran yang biasa digunakan adalah laba per saham *earning per share* (EPS). Dalam standar akuntansi keuangan *earning per*

share atau disebut laba per saham dihitung dengan membagi laba atau rugi bersih yang tersedia bagi pemegang saham biasa (laba bersih residual) dengan jumlah saham biasa yang beredar dalam satu periode. EPS didapat dari pembagian laba bersih dengan jumlah saham yang beredar (Husnan, 1996).

Pada pasca moneter kondisi perekonomian kembali membaik, dipastikan akan berpengaruh terhadap pertumbuhan perusahaan. Kinerja perusahaan walaupun lambat, telah mampu menunjukkan grafik meningkat, sehingga cenderung perusahaan mulai tumbuh kembali. Perusahaan akan kembali harus menghadapi kebijakan pendanaan apa yang harus mereka lakukan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan, memiliki asosiasi ekuitas-nilai perusahaan yang baik (Kumala Hadi, 2001). Dari sisi ini, peneliti mengharapkan akan sejauh mana pertumbuhan berpengaruh terhadap hubungan dengan nilai pasar dan nilai buku ekuitas dengan membandingkan dua proksi nilai perusahaan (harga pasar saham dan *Tobin's q*). Pertumbuhan perekonomian pada masa inflasi tinggi pada krisis moneter 1997 – 1998 menurun jauh hingga dikatakan pertumbuhan negatif (Bank Indonesia, 2005).

2.7 Nilai Perusahaan

Kecenderungan saat ini dan ke depan, investor cenderung menggunakan nilai pasar dan nilai intrinsik sebagai pegangan kekayaan pemegang saham (Djohanputro, 2006). Nilai buku tetap digunakan, paling tidak untuk mendapatkan gambaran sekilas kekayaan pemegang saham. Mengapa? Karena nilai buku

mengalami hal yang sama dengan laba perusahaan, sangat dipengaruhi oleh cara menyusun laporan keuangan, tergantung pada sistem akuntansi yang diterapkan.

Dalam kondisi ideal, nilai pasar seharusnya sama dengan nilai intrinsik. Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu pada perkiraan nilai riil suatu saham sebagai wakil dari nilai perusahaan. Makna nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari. Nilai pasar mencerminkan nilai intrinsik (Djohanputro, 2006). Mekanismenya adalah, segala sesuatu yang terjadi di dalam perusahaan akan diterjemahkan ke dalam proyeksi arus kas, pertumbuhan arus kas, dan tingkat risiko. Ketiga variabel tersebut menghasilkan nilai intrinsik perusahaan berdasarkan rumus yang sudah baku dalam penghitungan nilai perusahaan. Nilai intrinsik tersebut kemudian disampaikan ke pasar oleh *corporate secretary* melalui berbagai media. Pelaku pasar, termasuk pemegang saham, kemudian mengolah informasi tersebut dan menterjemahkannya ke dalam ketiga variabel di atas menurut keyakinan mereka.

Beberapa studi dan observasi yang dilakukan menunjukkan, nilai pasar berbeda dengan nilai intrinsik (Djohanputro, 2006). Akhir-akhir ini ada kecenderungan, nilai intrinsik lebih tinggi dari nilai pasar. Artinya, keyakinan orang internal perusahaan (CEO dan bawahannya) lebih tinggi dalam hal masa depan perusahaan dibandingkan orang luar (pelaku pasar termasuk pemegang saham). Perbedaan nilai tersebut cenderung konsisten sekalipun penghitungan nilai intrinsik menggunakan beberapa model.

Enterprise Value (EV) atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena EV merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Mengapa begitu? Karena dalam perhitungan EV dimasukkan juga faktor-faktor yang tidak dimasukkan dalam perhitungan kapitalisasi pasar suatu perusahaan. Dimana kapitalisasi pasar hanya merupakan perkalian antara harga pasar saham dengan jumlah saham yang beredar. Sedangkan nilai perusahaan keseluruhan merupakan perhitungan antara kapitalisasi pasar dengan faktor lainnya yaitu utang dan ekuitas. Sehingga dengan ini dicerminkan nilai pasar perusahaan.

Utang dan Ekuitas diperhitungkan dalam menilai suatu perusahaan karena diibaratkan saja jika perusahaan dijual kepada pemilik baru. Pembeli harus membayar sebesar nilai ekuitas (biasanya pada harga yang lebih tinggi dari harga pasar) dan menanggung utang perusahaan. Dan untuk menilai utang yang ditanggung, si pembeli dapat menguranginya dengan kas yang ada di perusahaan. Dengan kata lain, dalam perhitungan EV utang dan ekuitas diperhitungkan untuk memperoleh nilai wajar perusahaan, bukan hanya sahamnya saja. Oleh karena itu dalam penelitian ini penulis akan menggunakan dua proksi nilai perusahaan baik nilai pasar perusahaan dan proksi nilai perusahaan *Tobin's q*.

2.7.1 Nilai Pasar

Berbagai penelitian menyebutkan bahwa pengukuran nilai perusahaan dapat menggunakan berbagai macam proksi seperti *return* saham, *market value*, dan *total assets* (Fama & French, 1998 dalam Sri, 2005). Secara bahasa nilai perusahaan itu sendiri diamati melalui kemakmuran pemegang saham yang dapat diukur melalui harga saham perusahaan di pasar modal. Harga saham yang merupakan nilai pasar atas ekuitas dapat dijadikan proksi sebagai nilai perusahaan apabila pasar telah memenuhi syarat efisien secara informasional. Harga saham yang terjadi di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan.

2.7.2 *Tobin's q*

Tobin's q memberikan peran penting dalam fungsi keuangan. *Tobin's q* didefinisi sebagai rasio atas nilai pasar perusahaan dimana merupakan nilai pengganti atas asset (Pruit, 1994). Nilai pasar merupakan nilai kekayaan yang tidak dapat dilihat dari neraca seperti manajemen yang baik, reputasi yang baik, dan prospek yang sangat cerah. Rasio nilai perusahaan memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan di masa lampau dan prospeknya dimasa yang akan datang. Rasio yang dinilai dapat memberikan informasi paling baik mengenai nilai pasar perusahaan adalah *Tobin's q* (Zulfikar,

2006). *Tobin's q* kini menjadi pengukur nilai perusahaan secara keseluruhan. Bahkan *Tobin's q* yang dijelaskan dengan perkiraan nilai q telah menjelaskan berbagai fenomena perusahaan baik secara *cross-sectional* atas keputusan investasi dan diversifikasi (Malkiel dan Watson, 1979) maupun menjelaskan mengenai hubungan kepemilikan perusahaan dengan nilai perusahaan (McConnel dan Servaes, 1990). Dengan *Tobin's q*, nilai perusahaan dapat dihitung berdasar informasi keuangan dasar yang dikeluarkan oleh perusahaan berupa laporan keuangan. *Tobin's q* mempertimbangkan utang dan aset perusahaan dalam perhitungannya. Dalam *Tobin's q* terdapat istilah nilai perkiraan q dan nilai pasti q yang diartikan sebagai nilai pengganti atas perhitungan nilai perkiraan q . Tetapi dua nilai *tobin's q* tersebut tidak memiliki perbedaan yang signifikan (Pruitt, 1994). Berdasarkan penelitian Pruitt (1994), *tobin's q* yang dijelaskan dengan *approximate q* memiliki nilai yang sama baiknya dengan nilai pasar aset.

2.8. Penelitian Terdahulu

2.8.1. Hubungan Pertumbuhan dengan Utang

Myers (1977) mengemukakan konsep *investment opportunity set* (IOS) yang menyatakan bahwa perusahaan merupakan kombinasi antara *assets in place (tangible assets)* dan *investment opportunities (intangible assets)*. Kombinasi keduanya menurut Myers (1977) serta Smith dan Watts (1992) dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan dan nilai

perusahaan. Dimana nilai perusahaan di masa depan akan ditentukan oleh ketetapan manajer (*managerial discretion*) saat ini, apakah akan memanfaatkan *investment opportunity* yang ada atau tidak, untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Lebih lanjut Myers (1997) berargumen bahwa kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan dimasa depan adalah seperti sebuah opsi. Nilai opsi ini sangat tergantung pada kemungkinan perusahaan untuk melakukan investasi tersebut secara maksimal. Menurut Jensen (1986) perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi, biasanya memiliki pertumbuhan yang tinggi, aktif melakukan investasi, memiliki *free cash flow* yang rendah dan *assets in place* yang kecil. Pada perusahaan yang memiliki *investment opportunity* yang tinggi dan memiliki tingkat pertumbuhan tinggi, masih aktif melakukan investasi, maka *cash flow* yang diperoleh masih akan tetap memberikan keuntungan bila diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Pada keadaan demikian perusahaan pada umumnya memiliki *free cash flow* yang rendah, dan berpotensi memiliki *underinvestment problem*.

Underinvestment problem akan muncul apabila perusahaan menghadapi kesempatan berinvestasi pada proyek yang mensyaratkan menggunakan dana yang besar. Dalam keadaan *free cash flow* yang rendah dan *assets in place* yang kecil, untuk memenuhi dana guna meneruskan proyek yang ada, maka perusahaan cenderung mengambil utang. Hal ini akan memungkinkan terjadinya konflik antara *shareholder*

dengan *bondholder*. Dari sisi *shareholder* keuntungan harus dibagi sebagai deviden, sedangkan dari sisi *bondholder* keuntungan sebaiknya digunakan untuk melunasi utang. Dalam beberapa kasus *bondholder* memperoleh keuntungan yang cukup, sedangkan *shareholder* tidak memperoleh keuntungan yang normal dari proyek tersebut (Sunarsih, 2004). Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang pada perusahaan yang memiliki *investment opportunity* yang tinggi adalah mahal. Sehingga perusahaan pada keadaan seperti ini akan memilih untuk meninggalkan proyek dengan dana besar dan kehilangan kesempatan untuk tumbuh.

Untuk meneruskan proyek – proyek dengan dana besar (NPV positif), sehingga dapat mempertahankan pertumbuhannya, maka perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi sebaiknya menggunakan utang dalam jumlah kecil, atau menggunakan dana internal yang dimiliki perusahaan sebagai alternatif pendanaan. Dengan demikian diprediksikan bahwa hubungan antara *leverage* dengan *investment opportunity (growth options)* adalah negatif.

Berbagai studi empiris untuk membuktikan adanya hubungan negatif antara *investment opportunity* dengan tingkat *leverage* telah dilakukan, diantaranya: Long, et al. (1995), Gaver dan Gaver (1993), serta Barclay, et. al. (1995). Barclay *at al.* (1995) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi akan sangat mahal bila pendanaan dilakukan dengan utang, sehingga hubungan antara peluang pertumbuhan dan besarnya utang adalah negatif. Semakin besar

utang yang dimiliki perusahaan, akan dapat meningkatkan resiko perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan. Namun demikian perusahaan yang mampu mengelola utang secara efisien, tidak jarang akan mendorong percepatan dalam merealisasi pertumbuhan.

2.8.2. Hubungan Nilai Perusahaan – Laba

Nilai pasar perusahaan dapat dipahami sebagai laba agregasi perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Orang dapat mengidentifikasi keadaan dalam hal laba yang diharapkan di masa yang akan datang untuk menentukan nilai perusahaan. Dalam hal seperti ini, laba yang diharapkan di masa yang akan datang tersebut memberikan informasi yang cukup untuk menghitung *present value* dalam penentuan nilai perusahaan (Ohlson, 1995). Sehingga laba menjadi variabel dasar dalam menentukan nilai perusahaan.

Collin *et al.* (1999) mengatakan bahwa hubungan harga saham dengan laba yang negatif pada perusahaan yang rugi disebabkan karena model kapitalisasi laba yang sederhana merupakan model yang salah. Model tersebut mengabaikan nilai buku ekuitas. Peran nilai buku ekuitas itu adalah pertama, dapat digunakan untuk membobot perbedaan – perbedaan dalam spesifikasi hubungan laba dengan harga saham *cross-sectional*. Kedua, nilai buku ekuitas secara ekonomis merupakan faktor *value-relevance* dalam model penentuan nilai perusahaan.

2.8.3. Hubungan Nilai Perusahaan – Nilai Buku Ekuitas

Ekuitas adalah nama lain untuk aktiva-aktiva yang berwujud (seperti kas, aktiva lancar, modal kerja dan modal ekuitas itu sendiri) maupun yang tidak berwujud (seperti hak paten) pada sebuah perusahaan. Ekuitas adalah seluruh kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan jika tiba-tiba perusahaan tersebut menghentikan kegiatan usahanya. Pada dasarnya Ekuitas merupakan salah satu bentuk pencatatan akuntansi mencerminkan besarnya nilai yang dimiliki oleh pemegang saham jika semua aset dilikuidasi dan dikurangi dengan kewajiban perusahaan. Ekuitas membantu dalam menghitung nilai buku (*book value*) suatu perusahaan. Dengan membagi ekuitas dengan jumlah saham beredar, dapat diperoleh nilai buku per saham. Selanjutnya dengan membagi harga pasar dengan nilai buku per saham, maka dapat memperoleh rasio harga per nilai buku (*price-to book ratio*). Seperti halnya angka ratio lainnya, angka ini berguna jika dibandingkan dengan perusahaan sejenis, untuk menentukan mahal atau murahnya (harga) suatu perusahaan (Sugihen, 2003). Hal ini sejalan dengan penelitian Ohlson (1995) yang menemukan suatu model yang menghubungkan nilai pasar perusahaan dengan laba, nilai ekuitas, dan dividen. Nilai buku ekuitas merupakan penaksir nilai pasar perusahaan. *Enterprise Value (EV)* atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena EV merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan Ohlson (1995) berpendapat bahwa nilai buku ekuitas

memproksikan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Selain itu, Berger *et al.* (1996) berpendapat bahwa *value-relevance* nilai buku ekuitas bersumber dari perannya sebagai suatu proksi untuk nilai perusahaan. Mengabaikan nilai buku ekuitas dalam model kapitalisasi laba yang sederhana akan mengakibatkan bias negatif pada koefisien laba jika nilai buku ekuitas berkorelasi positif terhadap harga saham, tetapi berkorelasi negatif dengan laba perusahaan yang mengalami kerugian. Collin *et al.* (1999) menemukan bahwa ketika harga saham diregres dengan laba pada perusahaan yang rugi, koefisien laba benar – benar negatif, tetapi bila model kapitalisasi laba tersebut memasukkan nilai buku ekuitas, maka koefisien laba tersebut menjadi positif signifikan atau tidak signifikan berbeda dengan nol.

2.8.4. Hubungan antara Pertumbuhan dengan Nilai Perusahaan – Laba

Barth *et al.* (1999) menjelaskan bahwa kenaikan laba memiliki korelasi positif dengan pertumbuhan dan berkorelasi negatif dengan resiko. Perusahaan yang sedang tumbuh akan memiliki kecenderungan labanya meningkat, sehingga pasar juga akan memberi respon positif atas kenaikan laba tersebut. Penelitian lain menyebutkan bahwa pertumbuhan mampu meningkatkan asosiasi laba – nilai perusahaan (Kumala Hadi, 2001).

2.8.5. Hubungan antara Pertumbuhan dengan Nilai Perusahaan - Nilai Buku Ekuitas

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia. Selanjutnya IOS menjadi dasar untuk menentukan apakah suatu perusahaan itu tumbuh atau tidak tumbuh. IOS dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Ketutjati (2003) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Hartono (1999) IOS adalah tersedianya alternatif investasi di masa datang bagi perusahaan. IOS merupakan nilai sekarang dari pilihan – pilihan perusahaan untuk membuat investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar di masa mendatang.

Menurut Gaver dan Gaver (1993) opsi investasi masa depan tidak hanya semata – mata ditunjukkan dengan adanya proyek – proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetap juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Menurut Kallapur dan Trombley (2001), proksi IOS dapat diklasifikasikan dalam tiga tipe yaitu proksi berdasarkan harga, proksi berdasarkan investasi yaitu proksi yang percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS

suatau perusahaan, Proksi berdasarkan varian yaitu proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu opsi menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh. Proksi berdasarkan harga menjelaskan proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibanding dengan aktiva riilnya. hal ini sejalan dengan Ohlson (1995) yang berpendapat bahwa nilai buku ekuitas memproksikan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Selain itu, Berger *at al.* (1996) berpendapat bahwa *value-relevance* nilai buku ekuitas bersumber dari perannya sebagai suatu proksi untuk nilai perusahaan. Ohlson (1995) yang menemukan suatu model yang menghubungkan nilai pasar perusahaan dengan laba, nilai ekuitas, dan dividen. Nilai buku ekuitas merupakan penaksir nilai pasar perusahaan, oleh karena itu perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan mampu menaikkan nilai perusahaannya..

2.8.6. Hubungan antara Utang dengan Nilai Perusahaan – Laba

Struktur pendanaan adalah pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Pemilihan struktur pendanaan merupakan masalah yang menyangkut komposisi pendanaan yang akhirnya berarti penentuan berapa banyak hutang (*leverage*) yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai

aktiovanya. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari dalam (laba ditahan) maupun dari luar perusahaan (obligasi dan saham). Keputusan mengenai struktur perusahaan memiliki dampak yang besar bagi kekayaan pemegang saham. Struktur pendanaan yang optimal memiliki dampak bagi nilai perusahaan (Syamaun, 2006). Oleh karena itu informasi mengenai struktur pendanaan memiliki *value relevance* dalam memaksimalkan nilai perusahaan.

Barth *et al.* (1999) menjelaskan bahwa kenaikan laba memiliki korelasi positif dengan pertumbuhan dan berkorelasi negatif dengan resiko. Penggunaan utang dalam pendanaan perusahaan dapat meningkatkan resiko perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan. Penelitian – penelitian mengenai pengaruh utang dan perjanjian kredit atau manajemen laba telah dilakukan antara lain oleh Sweeney (1994) dan Watts dan Zimmerman (1986 dan 1990). penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan jumlah utang yang besar menggunakan akrual untuk meningkatkan laba pada periode terdapat banyak batasan dari perjanjian kredit, dan menggunakan akrual untuk mengurangi laba pada periode yang lain

Hal itu menunjukkan bahwa manajer memandang bahwa biaya tidak mampu membayar utang yang dipersepsikan lebih besar dibandingkan dengan turunnya nilai perusahaan yang dipersepsikan akibat kebijakan pengaturan akrual. Selanjutnya manajer akan mengatur akrual yang meningkatkan laba ketika perjanjian kredit banyak memberikan

batasan, dan mengatur akrual yang menurunkan laba agar dapat menggeser pada periode yang akan datang ketika kesulitan memenuhi perjanjian kredit terjadi. Maka tanpa memperhatikan batasan kredit tersebut mengikat atau tidak, besarnya akrual hasil kebijakan harus secara signifikan lebih besar pada perusahaan – perusahaan yang utangnya kecil.

2.8.7. Hubungan antara Utang dengan Nilai Perusahaan – Nilai Buku

Ekuitas

Perusahaan yang telah *go public* dalam perkembangannya masih memerlukan tambahan modal guna membiayai kegiatan usahanya atau untuk melakukan ekspansi. Tambahan modal dapat berasal dari utang dan ekuitas (Brigham, *et. al.*, 1999). Menurut Barclay dan Smith (1995) ketika perusahaan memilih utang sebagai sumber pendanaan maka, perusahaan juga harus mempertimbangkan kebijakan financial yang lain. Semakin besar utang akan mengandung beban. Jensen (1986) menjelaskan, sebagaimana *leverage* meningkat, beban keagenan (*agency cost*) utang juga meningkat termasuk beban kebangkrutan. Ratio utang – ekuitas sebagai sumber pendanaan perusahaan yang optimal adalah suatu titik yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan, titik yang menunjukkan beban tambahan utang di-*offset* oleh manfaat tambahan. Penambahan utang yang beresiko dapat mengurangi *present value* perusahaan yang memiliki opsi riil karena strategi investasi menjadi tidak optimal atau

memaksa perusahaan dengan kreditornya untuk menanggung beban menghindari strategi yang tidak optimal (Myers, 1977).

2.9 Pengembangan Hipotesa

2.9.1 Utang Melemahkan Asosiasi Nilai Perusahaan – Laba dan Ekuitas

Semakin besar utang akan meningkatkan resiko perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan. Semakin besar utang akan mengandung beban. Dengan meningkatnya *leverage*, beban keagenan (*agency cost*) utang juga meningkat termasuk beban kebangkrutan (Jensen, 1986). Ratio utang – ekuitas yang optimal adalah suatu titik untuk mencapai nilai perusahaan maksimal, titik yang menunjukkan beban tambahan utang di-*offset* oleh manfaat tambahan. Penambahan utang yang beresiko dapat mengurangi *present value* perusahaan yang memiliki opsi riil karena strategi investasi menjadi tidak optimal atau memaksa perusahaan dengan kreditor untuk menanggung beban menghindari strategi yang tidak optimal (Myers, 1977).

Melalui penjelasan ini, peneliti mengharapkan asosiasi antara utang dan hubungan nilai perusahaan – laba dan nilai buku ekuitas negatif.

2.9.2 Pertumbuhan Meningkatkan Asosiasi Nilai Perusahaan – Laba

Myers (1977) memperkenalkan *investment opportunity set* (IOS). IOS memberikan petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan

tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *investment opportunity set* (IOS). IOS didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang. Barth et al (1999) menyatakan bahwa terdapat pola dimana pertumbuhan berkorelasi positif dengan kenaikan laba dan berkorelasi negatif dengan resiko. Sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung labanya meningkat. Dengan begitu, pasar akan memberikan respon positif terhadap nilai perusahaan. Sri (2005) juga menyatakan bahwa apabila kegiatan investasi bertambah atau meningkat, maka nilai perusahaan akan meningkat.

2.9.3 Pertumbuhan Meningkatkan Asosiasi Nilai Perusahaan – Nilai Buku Ekuitas.

Ohlson (1995) yang berpendapat bahwa nilai buku ekuitas memproksikan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Selain itu, Berger *at al.* (1996) berpendapat bahwa *value-relevance* nilai buku ekuitas bersumber dari perannya sebagai suatu proksi untuk nilai perusahaan. Ohlson (1995) yang menemukan suatu model yang menghubungkan nilai pasar perusahaan dengan laba, nilai ekuitas, dan dividen. Nilai buku ekuitas merupakan penaksir nilai pasar perusahaan, oleh karena itu perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan mampu menaikkan nilai perusahaannya.

Dari pembahasan di atas, perumusan hipotesis dalam penelitian ini adalah :

H_{A1} : utang melemahkan asosiasi nilai perusahaan – laba

H_{A2} : utang melemahkan asosiasi nilai perusahaan – nilai buku ekuitas

H_{A3} : Pertumbuhan meningkatkan asosiasi nilai perusahaan – laba

H_{A4} : Pertumbuhan meningkatkan asosiasi nilai perusahaan – nilai buku ekuitas



BAB III

Metodologi Penelitian

3.1 Populasi dan Sample Penelitian

Data finansial yang digunakan untuk penghitungan nilai pasar perusahaan, laba nilai buku ekuitas, pertumbuhan, dan utang adalah data laporan keuangan yang tersedia di Pojok BEJ Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia dan data dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 2002 – 2005 dengan alasan pada saat perekonomian Indonesia tengah menuju pemulihan setelah mengalami krisis ekonomi. Penelitian ini menggunakan data *cross-sectional* dan *pool* 2002 – 2005. Dalam pengambilan sample, penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria :

- (1) Perusahaan sample masuk dalam industri *manufacturing*
- (2) Perusahaan sample telah mengeluarkan laporan keuangan selama empat tahun, yaitu dari tahun 2002 – 2005.
- (3) Perusahaan sample memiliki utang
- (4) Data harga saham penutupan setiap akhir tahun tersedia
- (5) Data lembar saham yang beredar setiap akhir tahun tersedia
- (6) Perusahaan masih terdaftar di BEJ hingga 2005
- (7) Data tersedia secara lengkap

Tabel 1
Seleksi Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumah sample awal	1335
Pelanggaran Kriteria 1	
Perusahaan diluar industri <i>manufacturing</i>	(747)
Pelanggaran kriteria 2	
Perusahaan sample tidak memiliki utang	(15)
Pelanggaran Kriteria 3	
Data tidak lengkap	(173)
Pelanggaran Kriteria 4	
Data dengan nilai ekstrim	(12)
Jumlah sample yang memenuhi syarat	388

Berdasarkan kriteria di atas diperoleh 97 sample tiap tahunnya atau totalnya ada 388 sample.

3.2 Sumber dan Jenis Data

Sumber data berasal dari data sekunder, yaitu : *Indonesian Capital Market Directory* 2002 – 2005. Data yang digunakan adalah laporan keuangan masing – masing perusahaan sample.

3.3 Definisi dan pengukuran variabel penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

3.3.1 Pertumbuhan perusahaan

Growth opportunities adalah peluang investasi yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan, dengan alternatif proksi

pertumbuhan perusahaan merupakan tingkat pertumbuhan majemuk nilai buku ekuitas selama empat tahun atau dihitung dengan persamaan

$$Growth_{it} = \left[\frac{BVE_t}{BVE_{t-5}} \right]^{1/5} - 1$$

Keterangan :

BVE_t : *Book Value of Equity in t Periode*

BVE_{t-4} : *Book Value of Equity in t-5 Periode*

3.3.2 Hutang

Variabel ini merupakan kondisi dari kebijakan hutang. Variabel ini diberi simbol Debt yang diukur dari nilai buku utang. Variabel Debt diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*.

3.3.3 Laba

Variabel ini diproksi *earnung per share* (EPS). Variabel laba per saham menyatakan besar pendapatan yang diperoleh per lembar saham. Variabel EPS diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel EPS diformulasikan sebagai berikut: (Syamsudin, 1992).

$$EPS = \frac{\text{Earning available for common stock}}{\text{Number of shares of common stock out standing}}$$

Keterangan :

EPS = *earning per shares*.

3.3.4. Nilai Pasar (harga)

Nilai perusahaan dapat diproksikan dengan nilai pasar (harga pasar saham). Nilai pasar dihitung berdasar harga pasar saham perusahaan i pada periode t yang diukur sebagai perkalian antara lembar saham yang beredar pada akhir tahun fiskal dan harga saham penutupan dibagi dengan saham yang beredar pada akhir tahun fiskal.

$$\text{Nilai pasar}_{it} = \frac{\text{Harga Pasar Saham}_{it} \times \text{Jumlah Saham Beredar}_{it}}{\text{Jumlah Saham Beredar}_{it}}$$

Ket: Nilai Pasar_{it} = harga_{it}

3.3.4 Tobins'Q

Merupakan proksi nilai perusahaan i pada tahun t . Variabel ini merupakan perbandingan antara Nilai Kapitalisasi Pasar Ekuitas + Nilai Buku Hutang terhadap Nilai Buku Ekuitas + Nilai Buku Hutang Nilai Buku Ekuitas + Nilai Buku Hutang. Secara matematis variable Tobin's Q diformulasikan sebagai berikut : (Edy S. dan Mas'ud M., 2003)

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \frac{\text{Nilai Kapitalisasi Pasar Ekuitas}_{it} + \text{Nilai Buku Hutang}_{it}}{\text{Nilai Buku Ekuitas}_{it} + \text{Nilai Buku Hutang}_{it}}$$

Nilai kapitalisasi pasar ekuitas_{it} = Harga Pasar Saham_{it} x Jumlah Saham Beredar_{it}

3.4 Model Penelitian

Penelitian ini memakai model Kumala Hadi (2001) dengan sedikit perubahan dan spesifikasi sebagai berikut :

$$\text{Harga}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 D_{it} + \alpha_4 G_{it} + \alpha_5 E_{it} * G_{it} + \alpha_6 E_{it} * D_{it} + \alpha_7 BV_{it} * D_{it} + \alpha_8 BV_{it} * G_{it} + e_{it}$$

$$\text{Tobin's } q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 D_{it} + \alpha_4 G_{it} + \alpha_5 E_{it} * G_{it} + \alpha_6 E_{it} * D_{it} + \alpha_7 BV_{it} * D_{it} + \alpha_8 BV_{it} * G_{it} + e_{it}$$

Dalam model tersebut :

Harga_{it} : Merupakan nilai pasar perusahaan i pada periode t yang diukur sebagai perkalian antara lembar saham yang beredar pada akhir tahun dan harga saham penutupan dibobot dengan lembar saham yang beredar pada akhir tahun.

$\text{Tobin's } q$: Merupakan nilai perusahaan i pada periode t yang diukur sebagai perbandingan antara Nilai Kapitalisasi Pasar Ekuitas ditambah dengan nilai buku utang kemudian dibagi dengan penjumlahan nilai buku ekuitas dengan nilai buku utang.

BV_{it} : Merupakan nilai buku ekuitas per lembar saham, yang didasarkan pada nilai buku ekuitas perusahaan i pada neraca periode t.

E_{it} : pendapatan akuntansi per lembar saham (the accounting earnings per share)

G_{it} : Merupakan tingkat pertumbuhan majemuk nilai buku ekuitas selama empat tahun atau dihitung dengan persamaan $(BVE_t/BVE_{t-4})^{1/4} - 1$.

D_{it} : Merupakan utang per lembar saham. Utang dihitung dari utang perusahaan i di neraca periode t .

Pada akhir penelitian, peneliti mengharapkan β_1 negatif, β_2 negatif, β_3 positif dan β_4 positif.

3.5 Uji Asumsi Klasik

Sebelum model regresi di atas digunakan dalam pengujian hipotesis, terlebih dahulu model tersebut akan diuji apakah model tersebut memenuhi asumsi klasik atau tidak, yang mana asumsi ini merupakan asumsi yang mendasari analisis regresi. Pengujian asumsi klasik ini dimaksudkan untuk memastikan bahwa model yang diperoleh benar-benar memenuhi asumsi dasar dalam analisis regresi yang meliputi asumsi: uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas.

3.5.1 Uji Autokorelasi

Autokorelasi artinya adanya hubungan antar variabel bebas. Dampak yang ditimbulkan oleh adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah *varians* sample tidak dapat menggambarkan *varians* populasinya lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel terikat pada nilai variabel bebas tertentu. Pengujian terhadap ada tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan menggunakan metode *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*. Melalui metode ini, jika suatu variabel bebas korelasi *Breusch-Godfrey* tidak signifikan ($p < 0.05$), maka dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi (Nachrowi, 2006).

3.5.2 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan situasi dimana terdapat tidak konstannya varian yang menyebabkan biasanya varian sehingga uji signifikansi menjadi tidak valid. Uji heteroskedastisitas menguji asumsi yang mengatakan bahwa setiap gangguan adalah varian, jika *varians*-nya sama, maka dikatakan terjadi homoskedastisitas. Salah satu cara untuk mendeteksi adanya hetero-skedastisitas adalah dengan menggunakan Uji *White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance*, melalui metode ini, jika suatu variabel bebas korelasi *White* tidak signifikan ($p < 0.05$), maka dapat dapat disimpulkan tidak terjadi Heteroskedastisitas (Nachrowi, 2006).



BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan disajikan hasil analisis regresi berganda berdasarkan pengamatan sejumlah variabel yang digunakan dengan menggunakan software olah data statistik yaitu Eviews versi 3.0. Adapun estimasi persamaan multivariate diuji dengan model *Least-squares* dan *pool Least-squares*. Sebagaimana yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, bahwa penelitian ini menggunakan variabel nilai pasar perusahaan, *earning per share* (EPS), nilai buku ekuitas (*book value equity*), utang, dan pertumbuhan perusahaan.

4.1 Pengumpulan Sampel Penelitian

Sebagaimana kriteria yang telah ditentukan, penentuan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tujuan agar dapat mewakili dari populasinya. Perusahaan yang diambil merupakan perusahaan yang terdaftar dalam kelompok perusahaan *manufacture* dalam pasar bursa efek Jakarta sejak tahun 2002 sampai dengan 2005.

Perusahaan yang dipilih sebagai sample merupakan perusahaan *manufacture* yang memiliki utang. Sebab salah satu variabel yang terdapat dalam penelitian ini adalah utang. Dari sejumlah perusahaan yang terdaftar di bursa efek Jakarta (BEJ), perusahaan yang masuk dalam perusahaan *manufacture* sejak tahun 2002 sampai dengan 2005 adalah sebanyak 588 tahun perusahaan. Dari jumlah tersebut, perusahaan yang datanya tidak lengkap sebanyak 173 tahun perusahaan.

Terakhir, dari sampel tersebut dikeluarkan sampel yang nilainya ekstrim (outlier) sebanyak 12 tahun perusahaan. Sehingga perusahaan sample yang akhirnya digunakan dalam penelitian ini sebanyak 388 tahun perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2002 sampai dengan tahun 2005.

Kode dan nama perusahaan yang terpilih dalam sampel, dapat dilihat pada lampiran I.

4.2 Statistik Deskriptif

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai statistik deskriptif data dari masing – masing variabel yang telah diolah, meliputi nilai rata – rata, nilai maksimum, nilai minimum dan standar deviasi dari masing – masing variabel baik secara akumulatif selama empat tahun dan secara *cross-sectional*.

Tabel 2 menyajikan profil nilai perusahaan (*tobins*), laba per lembar saham, nilai buku ekuitas (*bv*), utang, pertumbuhan, harga, dan jumlah saham beredar sampel secara akumulatif selama empat tahun. *Mean (median)* nilai perusahaan (*tobins* dan harga pasar saham), laba per lembar saham (*earning per share* atau *EPS*), nilai buku ekuitas (*book value of equity* atau *BV*), utang (*debt*), pertumbuhan dan jumlah saham beredar (saham) perusahaan sampel secara akumulatif selama 4 tahun; yaitu 2002 sampai dengan 2005 masing – masing adalah 1.005705 (0.888199) dan 2002.771 (450.00), 236.4026 (51.00000), 1449.382 (555.0760), 2784.311 (1105.705), -0.620252 (-0.741111), 1.12E+09 (4.44E+08). Angka tersebut menyatakan bahwa perusahaan sampel memiliki laba yang rendah dengan tingkat pertumbuhan walaupun meningkat namun masih

bertanda negatif, tetapi utangnya cukup besar. Hampir semua variabel memiliki *mean* yang lebih besar dibandingkan mediannya. Hal ini berarti normalitas data variabel penelitian relatif baik.

Tabel 2.

Analisis Diskriptif Per Variabel Penelitian

	TOBINS?	HARGA?	EPS?	BV?	DEBT?	PERTUMBUHAN?	SAHAM?
Mean	1.005705	2192.057	236.4026	1449.382	2784.311	-0.620252	1.12E+09
Median	0.888199	490.0000	51.00000	555.0760	1105.705	-0.741111	4.44E+08
Maximum	4.080130	50000.00	6306.000	18876.15	40543.37	7.587031	1.62E+10
Minimum	-3.076424	20.00000	-2045.000	-4089.221	14.12125	-8.372076	3600000.
Std. Dev.	1.043898	5090.882	736.7748	2820.938	4696.984	0.991658	1.98E+09
Skewness	1.554320	5.148314	3.670988	2.152396	3.765984	2.302294	4.033315
Kurtosis	12.69176	37.76013	23.75046	11.02053	21.93458	33.94027	24.24231
Jarque-Bera	1674.767	21247.65	7832.526	1339.573	6713.191	15819.13	8346.950
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	388	388	388	388	388	388	388
Cross sections	97	97	97	97	97	97	97

Tabel 3 menyajikan profil nilai perusahaan (*tobins*), laba per lembar saham (*earning per share* atau EPS), nilai buku ekuitas (bv), utang, pertumbuhan, harga, dan jumlah saham beredar sampel secara *cross-sectional* 2002, 2003, 2004, dan 2005. *Mean (median)* nilai perusahaan (*tobins*), laba per lembar saham (*earning per share* atau EPS), nilai buku ekuitas (*book value of equity* atau BV), utang (*debt*), pertumbuhan dan jumlah saham beredar (saham) perusahaan sampel secara *cross-sectional* tidak berbeda dengan distribusi data secara akumulatif selama 4 tahun; yaitu 2002 sampai dengan 2005.

Dari data perbandingan per tahun nampak bahwa EPS perusahaan sampel sejak tahun 2002 terus menurun hingga 2005. Hal ini selaras dengan perubahan

pertumbuhan, yaitu sejak tahun 2002 pertumbuhan perusahaan sample terus menurun. Bahkan sejak tahun 2002 perusahaan selalu bernilai negatif dan nilai tersebut semakin besar di tahun 2005. Sedangkan utang perusahaan walaupun terjadi peningkatan, peningkatan tersebut tidak konstan. Di tahun 2003 terjadi peningkatan utang, tetapi terjadi penurunan kembali pada tahun 2004 dan 2005. Nilai perusahaan yang diprosikan dengan *tobins'q* terus mengalami peningkatan sejak 2002 sampai dengan 2005. Untuk nilai perusahaan yang didasarkan pada nilai pasar saham, terlihat bahwa juga terjadi peningkatan dari 2002 sampai dengan 2005. Sedangkan jumlah ekuitas mengalami penurunan pada tahun 2003 tetapi kemudian juga meningkat pada tahun 2004 sampai dengan 2005. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel banyak yang melakukan penambahan modal melalui *right issue* pada tahun 2004 dan 2005. Berdasarkan statistik deskriptif dapat digambarkan bahwa disaat terjadi aliran kas masuk dari utang, perusahaan mengurangi *right issue* sedangkan menggunakan *right issue* disaat tidak menggunakan utang. Dengan kata lain utang mampu menggantikan nilai buku ekuitas.

Tabel 3

Analisis Diskriptif Per Variabel Per Tahun

obs	2002	2003	2004	2005
Mean HARGA?	1.684.845	2.026.340	2.439.608	2.617.433
Med HARGA?	4.000.000	5.000.000	6.000.000	6.000.000
Sd HARGA?	3.784.535	4.464.688	5.497.420	6.282.359
Min HARGA?	2.000.000	4.000.000	3.000.000	4.500.000
Max HARGA?	27500.00	32000.00	42500.00	50000.00
Mean TOBINS?	0.819025	0.923136	1.082.846	1.197.813
Med TOBINS?	0.755158	0.865578	1.011.938	1.013.038
Sd TOBINS?	0.873221	0.866334	1.057.696	1.294.514
Min TOBINS?	-2.636.262	-2.796.070	-3.076.424	-1.065.514
Max TOBINS?	4.206.079	3.443.471	4.123.437	4.080.130
Mean EPS?	3.327.474	2.002.407	2.329.744	1.796.479
Med EPS?	8.600.000	4.800.000	2.800.000	4.600.000
Sd EPS?	6.992.853	6.448.058	9.099.042	6.645.640
Min EPS?	-6.330.000	-1.857.000	-1.305.000	-2.045.000
Max EPS?	4.037.000	4.282.000	6.306.000	4.130.000
Mean BV?	1.444.769	1.417.283	1.452.827	1.482.648
Med BV?	6.606.316	6.027.518	5.196.178	4.562.010
Sd BV?	3.053.095	2.649.761	2.878.531	2.729.228
Min BV?	-4.584.683	-4.739.272	-6.044.364	-2.089.221
Max BV?	18876.15	12733.60	13434.08	13561.23
Mean DEBT?	2.727.605	2.689.024	2.930.316	2.790.299
Med DEBT?	9.826.669	1.110.228	1.137.726	1.016.071
Sd DEBT?	4.024.126	4.227.946	5.105.012	5.363.935
Min DEBT?	1.804.964	1.412.125	1.548.740	2.278.155
Max DEBT?	25072.96	24103.34	32692.60	20273.37
Mean PERTUMBUHAN?	-0.492468	-0.775500	-0.591750	-0.621291
Med PERTUMBUHAN?	-0.723893	-0.732709	-0.750412	-0.751800
Sd PERTUMBUHAN?	1.248.427	1.000.553	0.851629	0.798531
Min PERTUMBUHAN?	-2.815.801	-8.372.076	-3.082.204	-2.356.583
Max PERTUMBUHAN?	7.587.031	2.632.800	4.620.735	3.869.071
Mean SAHAM?	9.33E+08	9.74E+08	1.17E+09	1.40E+09
Med SAHAM?	3.08E+08	4.28E+08	4.44E+08	5.35E+08
Sd SAHAM?	1.51E+09	1.54E+09	2.20E+09	2.47E+09
Min SAHAM?	3600000.	3600000.	3600000.	3600000.
Max SAHAM?	9.38E+09	9.44E+09	1.62E+10	1.62E+10

4.3 Analisis Regresi Statistik

Tabel 4 dan 5 menyajikan hasil uji statistik berdasarkan pengamatan sejumlah variabel yang digunakan dengan menggunakan software olah data statistik yaitu Eviews versi 3.0. Tabel tersebut menunjukkan bahwa model yang digunakan baik secara *cross-sectional* maupun *pool cross-section time series* signifikan. Hal ini ditunjukkan dari nilai F dan (*p value*) pada model untuk tahun 2002, 2003, 2004, 2005 masing – masing dengan nilai perusahaan (*Tobin's q*) adalah 7.252.191 (0.000000), 7.125.604 (0.000000), 8.121.927 (0.000000), 4.158.048 (0.000299). Sedangkan jika menggunakan nilai perusahaan (nilai pasar atau harga) F dan (*p value*) pada model untuk tahun 2002, 2003, 2004, 2005 masing – masing adalah 3.451.362 (0.000000), 3.060.424 (0.000000), 4.576.106 (0.000000), 3.927.396 (0.000000).

Adjusted R-square yang merupakan ukuran kemampuan menjelaskan variabel *dependent* untuk *Tobin's q* sebagai proksi nilai perusahaan secara *cross-section* maupun *pool cross-section time series*, adalah ditunjukkan dari *adjusted R-square* 2002, 2003, 2004, 2005, dan *pool cross-section time series* masing – masing 0.342545, 0.337953, 0.372448, 0.208341 dan 0.227041. Sedangkan dengan menggunakan nilai perusahaan berdasar nilai pasar (harga pasar saham), *adjusted R-square* menunjukkan nilai yang cukup tinggi baik secara *cross-section* dan *pool cross-section time series*. Nilai *adjusted R-square* 2002, 2003, 2004, 2005, dan *pool* masing- masing adalah 0.736343, 0.711568, 0.788587, 0.761308, dan 0.708962.

Koefisien variabel laba memiliki tanda positif sebagaimana diprediksi , tetapi dengan disaat perhitungan dengan menggunakan variabel *dependent Tobins'q*, secara *cross-sectional* yang signifikan hanya tahun 2005 pada *level* (0.1) dan secara *pool cross-section time series* signifikan pada *level* 0.1. Hal ini ditunjukkan dari *coefficient (probability)* 2002, 2003, 2004, 2005 dan *pool cross-section time series* masing – masing adalah -0.000382 (0.3542), 4.08E-05 (0.9431), 0.000518 (0.1172), 0.001172 (0.0626), 0.000355 (0.0739). Secara *cross-sectional* terlihat bahwa laba perusahaan sampel berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diprosikan oleh *Tobin's q* tetapi tidak signifikan. Sedangkan berdasar *pool cross-sectional time series* dapat dinyatakan bahwa laba perusahaan sampel berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan signifikan. Sedangkan dengan menggunakan nilai pasar (harga pasar saham) sebagai proksi nilai perusahaan, secara *cross-sectional* menunjukkan pola bahwa laba berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Terbukti oleh data bahwa pada tahun 2002 dan 2003 bertanda koefisien bertanda positif dan signifikan pada *level* (0.00). Kemudian secara *pool cross-section time series* bertanda positif dan signifikan pada *level* (0.00). Hasil ini menunjukkan bahwa laba cukup informatif dalam pengambilan keputusan tiap tahunnya terutama dalam menilai perusahaan berdasar nilai pasarnya. Laba perusahaan menjadi sangat informatif dalam pengambilan keputusan jika dilihat secara *pool*. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa secara keseluruhan laba perusahaan sampel berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis, koefisien ekuitas juga memiliki tanda positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diwakilkan dengan *Tobin's q* kecuali tahun 2004, 2005 dan *pool cross-section time series*. Ini ditunjukkan dengan nilai *coefficient (probability)* 2002, 2003, 2004, 2005, dan *pool cross-section time series* masing – masing adalah 0.000311 (0.0017), 0.000194 (0.0341), 7.41E-05 (0.3247), -9.04E-05 (0.4365), 4.46E-05 (0.2891). Untuk nilai perusahaan yang diwakilkan dengan nilai pasar (harga pasar saham), secara *cross-sectional* hanya tahun 2004 dan *pool cross-section time series* yang signifikan. Untuk 2004 signifikan pada *level* (0.00) dan *pool* signifikan pada *level* (0.05). Ini menunjukkan bahwa ekuitas menjadi kurang informatif secara *cross-sectional* dan *pool* untuk nilai perusahaan dengan proksi *Tobin's q*, tetapi sebaliknya dengan proksi nilai pasar (harga pasar saham). (Dominic dkk, 2003) nilai aset menjadi tidak relevan pada saat inflasi tinggi. Masa inflasi tinggi telah dilewati, tetapi ini mungkin juga disebabkan karena adanya peristiwa – peristiwa pasca krisis yang mempengaruhi perekonomian serta kenaikan bahan bakar dan pergantian pemimpin di Indonesia. Oleh karena itu, dengan demikian secara keseluruhan (*pool cross-section time series*) ekuitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (nilai pasar).

Berdasarkan uji statistik, koefisien utang memiliki hubungan negatif terhadap nilai perusahaan yang diwakilkan oleh *Tobin's q* dan harga pasar saham. Baik secara *cross-sectional* maupun *pool cross-section time series*, utang memiliki koefisien bertanda negatif dan signifikan pada *level* (0.00).

Pertumbuhan secara keseluruhan berhubungan positif terhadap nilai perusahaan. Ini ditunjukkan dalam hubungannya dengan nilai perusahaan (*Tobin's q*) secara *pool* bertanda positif dan signifikan pada *level* (0.00). Dilihat secara *cross-sectional*, pertumbuhan dengan nilai perusahaan (*Tobin's q*) koefisiennya bertanda positif dan signifikan di tahun 2003 dan 2004 masing – masing pada *level* (0.05) dan (0.00). sedangkan jika menggunakan nilai perusahaan (harga pasar saham), secara *cross-sectional* dan *pool* walaupun memiliki koefisien bertanda positif, tetapi tidak signifikan. Ini membuktikan bahwa pertumbuhan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q*.

Berdasarkan hasil statistik dengan menggunakan *Tobin's q* sebagai nilai perusahaan, koefisien variabel interaksi antara utang dan laba memiliki tidak terdukung oleh data karena baik secara *cross-sectional* maupun *pool* tidak ada yang signifikan tetapi bertanda negatif. Sedangkan jika menggunakan nilai pasar saham sebagai proksi nilai perusahaan, secara *cross-sectional* menunjukkan hasil yang lebih baik. Dengan variabel harga saham, pada tahun 2004 dan 2005 koefisien bertanda negatif dan signifikan pada *level* (0.00) dan bertanda negatif. Koefisien dan *probability* dengan harga pasar saham (nilai pasar) sebagai *dependent* variabelnya untuk tahun 2004 dan 2005 serta *pool* masing – masing adalah -0.000584 (0.0000), 0.000921 (0.0017), 0.000314 (0.0151). Secara keseluruhan, ini menyatakan bahwa utang perusahaan mampu menjelaskan asosiasi antara laba dengan nilai perusahaan. Dengan demikian pendanaan utang perusahaan di Indonesia mampu mensinyalkan kemampuan perusahaan untuk

menurunkan laba. Ini membuktikan bahwa utang di Indonesia tidak lagi menjadi primadona dalam menghasilkan laba bagi perusahaan.

Sedangkan koefisien variabel interaksi antara utang dan sekuritas dengan *Tobin's q* sebagai *dependent* variabel baik secara *cross-sectional* dan *pool cross-section time series* memiliki tanda negatif tetapi hanya signifikan di tahun 2002 dan secara *pool cross-section time series* yang masing – masing signifikan pada level (0.00) dan (0.1). Koefisien dan probability untuk *cross-sectional* 2002, 2004, 2005 dan *pool cross-sectional time series* adalah $-2.43E-08$ (0.0062), $-1.75E-09$ (0.7526), $7.57E-09$ (0.1246), $1.13E-08$ (0.4747). Bila dengan harga saham yang dijadikan *dependent* variabel, koefisien bertanda negatif dan signifikan baik secara *cross-sectional* dan *pool cross-section time series*.

Koefisien interaksi antara pertumbuhan dan laba bertanda positif kecuali tahun 2003 dan tidak ada yang signifikan jika menggunakan nilai perusahaan yang diwakilkan dengan (*Tobin's q*). Sedangkan dengan harga pasar saham sebagai *dependent* variabel secara *cross-sectional* menunjukkan tanda positif dan signifikan di tahun 2002 dan 2005 masing – masing pada level (0.00) dan (0.05). Secara *pool cross-section time series* koefisien menunjukkan tanda positif dan signifikan pada level (0.05).

Koefisien interaksi antara pertumbuhan dan ekuitas dengan *Tobin's q* sebagai proksi nilai perusahaan secara *cross-sectional* bertanda positif tetapi tidak ada yang signifikan. Secara *pool cross-section time series* signifikan pada level 0.05. Koefisien dan probability untuk *pool cross-section time series* adalah $8.18E-05$ (0.0402). Sedangkan jika menggunakan harga saham sebagai

dependent variabelnya, koefisien interaksinya secara *cross-sectional* bertanda positif pada tahun 2002 dan 2005 tapi signifikan hanya pada tahun 2002 pada *level* (0.00). Untuk *pool cross-section time series*, koefisien bertanda positif dan signifikan pada *level* (0.00).

4.4 Analisa Hasil Pengujian dan Pembahasan

4.1.1 Pengaruh Utang Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan – Laba

Berdasarkan hasil regresi secara *cross-sectional*, hasilnya masih menunjukkan bahwa menggunakan harga saham memberikan hasil yang lebih baik daripada menggunakan nilai perusahaan yang menggunakan *Tobin's q*. Ini ditunjukkan dari lebih banyaknya yang signifikan pada nilai pasar. Secara *pool cross-sectional time series*, dengan nilai pasar sebagai variabel *dependent* koefisien menunjukkan tanda negatif dan signifikan. Koefisien dan probability untuk *pool cross-sectional time series* adalah 0.000314 (0.0151). Sedangkan dengan *tobin's q*, koefisien dan *probability* menunjukkan tanda negatif dan tidak signifikan. Ini menyatakan bahwa utang perusahaan sampel mampu menjelaskan asosiasi antara laba dengan nilai perusahaan yang diprosikan dengan nilai pasar (harga pasar saham) secara *pool* dan *cross-sectional*. Dengan demikian investor belum memperhatikan nilai perusahaan secara keseluruhan. Investor masih menjadikan harga pasar saham sebagai dasar dalam menilai perusahaan. Dapat dijelaskan bahwa utang dapat melemahkan hubungan nilai pasar dengan laba. Dengan demikian hipotesis pertama, utang melemahkan asosiasi nilai perusahaan – laba didukung data.

4.4.2 Pengaruh Utang Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan – Ekuitas

Dari hasil regresi yang diperoleh dengan menggunakan *Tobin's q* sebagai *dependent* variabel, secara *cross-sectional* hanya signifikan pada tahun 2002 dan secara *pool cross-section time series* dengan koefisien serta probability masing – masing $-2.43E-08$ (0.00) dan $-4.86E-09$ (0.1). Bila dengan harga saham yang dijadikan proksi nilai perusahaan, secara *cross-sectional* memberikan hasil yang lebih baik dengan koefisien bertanda negatif dan signifikan untuk semua tahun. Selain itu secara *pool cross-section time series* juga menunjukkan koefisien bertanda negatif dan signifikan pada *level* (0.00).

Berdasarkan data diatas dapat dinyatakan bahwa utang perusahaan sampel berpengaruh mengurangi asosiasi ekuitas terhadap nilai perusahaan. Hipotesis kedua utang melemahkan asosiasi nilai pasar – ekuitas terdukung oleh data. Ini berarti bahwa peran pendanaan utang dapat menurunkan nilai perusahaan.

4.4.3 Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan – Laba

Dari hasil regresi yang diperoleh, hanya dengan *pool cross-section time series* dan *dependent* variabel harga saham saja yang menunjukkan adanya pengaruh pertumbuhan terhadap hubungan nilai perusahaan dengan laba. Ini menunjukkan bahwa pertumbuhan dapat menjelaskan hubungan nilai perusahaan dan laba yang diwakilkan dengan nilai perusahaan (harga pasar saham). Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa pertumbuhan meningkatkan asosiasi laba – nilai

perusahaan terdukung oleh data. Sebab koefisiennya bertanda positif signifikan untuk *pool cross-section time series* dan *cross-sectional*. Ini menunjukkan bahwa investor lebih memperhatikan nilai pasar daripada nilai perusahaan yang diwakilkan oleh *Tobin's q*.

4.4.4 Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Asosiasi Nilai Perusahaan – Ekuitas

Secara keseluruhan statistik menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q* terdukung oleh data. Karena secara keseluruhan pada *pool cross-section time series* signifikan dan koefisiennya bertanda positif, sehingga dapat dinyatakan bahwa peran pertumbuhan untuk meningkatkan asosiasi antara ekuitas dengan nilai perusahaan terdukung oleh data. Begitu juga dengan jika menggunakan nilai perusahaan (nilai pasar), secara keseluruhan dengan *pool cross-section time series*, pertumbuhan memberikan pengaruh yang sama terhadap hubungan nilai perusahaan dan ekuitas. Tetapi baik *secara cross-sectional* belum menunjukkan pola yang jelas. Ini mungkin disebabkan karena investor tidak berani hanya memperhtungkan kinerja jangka pendek saja sebab banyaknya kejadian yang dapat mempengaruhi kondisi ekonomi terjadi pada tahun tersebut.

Tabel 4

Uji Multivariate dengan Nilai Perusahaan (Tobins) sebagai Variabel Dependent

Dependent Variable: TOBINS

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time:
16:08

Sample: 1 97
incl. Obs. 97

2002

2003

Sample: 1 97
incl. Obs. 97

2004

Sample: 1 97
incl. Obs. 97

2005

Sample: 1 97
incl. Obs. 97

Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
EPS	-0.000382	0.3542	4.08E-05	0.9431	0.000518	0.1172	0.001172	0.0626
BV	0.000311	0.0017	0.000194	0.0341	7.41E-05	0.3247	-9.04E-05	0.4365
DEBT	-0.000110	0.0001	-0.000115	0.0003	-0.000169	0.0000	-9.21E-05	0.0006
PERTUMBUHAN	0.072828	0.4015	0.215876	0.0105	0.544997	0.0000	0.169944	0.2122
DEBT*EPS	2.60E-08	0.5226	-4.66E-08	0.4924	-6.92E-09	0.7353	-6.17E-08	0.4353
DEBT*BV	-2.43E-08	0.0062	-1.75E-09	0.7526	7.57E-09	0.1246	1.13E-08	0.4747
PERTUMBUHAN*EPS	0.000294	0.5760	-0.000570	0.4568	0.000615	0.1252	0.000299	0.5833
PERTUMBUHAN*BV	1.84E-05	0.8212	0.000141	0.1340	-5.08E-05	0.3271	8.82E-05	0.2367
C	0.850753	0.0000	1.139.010	0.0000	1.608.476	0.0000	1.292.301	0.0000
R-squared	0.397333		0.393124		0.424744		0.274313	
Adjusted R-squared	0.342545		0.337953		0.372448		0.208341	
S.E. of regression	0.715340		0.708361		0.836858		0.851651	
Sum squared resid	4.503.054		4.415.620		6.162.917		6.382.729	
Log likelihood	-1.004.196		-9.946.862		-1.156.386		-1.173.383	
Durbin-Watson stat	1.930.315		1.875.963		1.876.099		1.707.573	
Mean dependent var	0.810884		0.889828		1.087.747		1.116.960	
S.D. dependent var	0.882225		0.870583		1.056.397		0.957178	
Akaike info criterion	2.256.074		2.236.466		2.569.868		2.604.914	
Schwarz criterion	2.494.965		2.475.357		2.808.759		2.843.805	
F-statistic	7.252.191		7.125.604		8.121.927		4.158.048	
Prob(F-statistic)	0.000000		0.000000		0.000000		0.000299	
White Heteroskedasticity Test:								
F-statistic	1.459.702		5.048.883		1.385.773		1.285.123	
Probability	0.136371		0.000000		0.170255		0.227381	
Obs*R-squared	2.191.914		4.873.593		2.104.991		1.983.365	
Probability	0.145822		0.000036		0.176600		0.227807	
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:								
F-statistic	0.206214		0.326683		0.075212		1.231.032	
Probability	0.814060		0.722204		0.927608		0.297084	
Obs*R-squared	0.462960		0.731379		0.169368		2.699.690	
Probability	0.793359		0.693718		0.918802		0.259280	

Lanjutan

Uji *Multivariate* dengan Nilai Perusahaan (*Tobins*) sebagai Variabel *Dependent*

Dependent Variable: TOBINS?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:49

Sample: 2002 2005

Included observations: 4

Total panel observations 388

Variable	Coefficient	Prob.
C	1.158.749	0.0000
EPS?	0.000355	0.0739
BV?	4.46E-05	0.2891
DEBT?	-0,000101	0.0000
PERTUMBUHAN?	0.117697	0.0151
DEBT?*EPS?	-1,75E-08	0.1084
DEBT?*BV?	-4.86E-09	0.0937
PERTUMBUHAN?*EPS?	0.000235	0.3178
PERTUMBUHAN?*BV?	8.18E-05	0.0402
R-squared	0.243019	
Adjusted R-squared	0.227041	
S.E. of regression	0.917775	
Sum squared resid	3.192.358	
Log likelihood		
Durbin-Watson stat	0.629062	
Mean dependent var	1.005.705	
S.D. dependent var	1.043.898	
Akaike info criterion		
Schwarz criterion		
F-statistic	1.520.916	
Prob(F-statistic)	0.000000	

Tabel 5

Uji Multivariate dengan Nilai Perusahaan (harga pasar) sebagai Variabel *Dependent*

Dependent Variable: HARGA
Method: Least Squares
Date: 07/23/07 Time: 16:08
Sample: 1 97 2002 2003 2004 2005
incl. Obs. 97 incl. Obs. 97 incl. Obs. 97 incl. Obs. 97
White Het.-Cons. Std. Errors & Covar.

Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
EPS	5.391.910	0.0000	6.192.904	0.0000	1.320.295	0.1959	-0.717109	0.7498
BV	0.144829	0.5815	0.267607	0.2413	0.943154	0.0001	0.586213	0.1636
DEBT	-0.202052	0.0079	-0.245918	0.0019	-0.529573	0.0000	-0.625771	0.0000
PERTUMBUHAN	1.810.460	0.4429	7.726.114	0.7105	6.366.328	0.9860	2.319.154	0.6356
DEBT*EPS	9.72E-05	0.3791	-0.000197	0.2495	-0,000584	0.0000	-0.000921	0.0017
DEBT*BV	-6.21E-05	0.0100	-4.28E-05	0.0028	-9.38E-05	0.0000	-0.000107	0.0629
PERTUMBUHAN*EPS	4.879.980	0.0009	1.520.081	0.4299	1.298.152	0.2941	4.602.412	0.0209
PERTUMBUHAN*BV	1.159.000	0.0000	-0.159891	0.4978	0.025933	0.8712	0.209450	0.4347
C	-5.100.782	0.0921	1.019.665	0.7352	-1.681.554	0.7111	-7.596.128	0.8851
R-squared	0.758314		0.735604		0.806205		0.781199	
Adjusted R-squared	0.736343		0.711568		0.788587		0.761308	
S.E. of regression	1.945.101		1.779.639		2.589.905		3.071.744	
Sum squared resid	3.33E+08		2.79E+08		5.90E+08		8.30E+08	
Log likelihood	-8.675.021		-8.588.785		-8.952.739		-9.118.244	
Durbin-Watson stat	2.007.496		1.603.053		1.277.973		1.718.109	
Mean dependent var	1.666.907		1.776.186		2.556.412		2.583.979	
S.D. dependent var	3.788.106		3.313.676		5.632.724		6.287.324	
Akaike info criterion	1.807.221		1.789.440		1.864.482		1.898.607	
Schwarz criterion	1.831.110		1.813.329		1.888.371		1.922.496	
F-statistic	3.451.362		3.060.424		4.576.106		3.927.396	
Prob(F-statistic)	0.000000		0.000000		0.000000		0.000000	
White Heteroskedasticity Test:								
F-statistic	5.206.141		4.280.678		1.075.452		2.064.279	
Probability	0.000000		0.000006		0.000000		0.000000	
Obs*R-squared	8.850.038		4.474.089		6.621.519		7.808.630	
Probability	0.000000		0.000152		0.000000		0.000000	
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:								
F-statistic	0.407936		2.287.811		4.515.308		0.640160	
Probability	0.666301		0.107633		0.013591		0.529702	
Obs*R-squared	0.911580		4.900.163		9.027.767		1.422.898	
Probability	0.633947		0.086287		0.010956		0.490932	

Lanjutan

Uji *Multivariate* dengan Nilai Perusahaan (*harga*) sebagai Variabel *Dependent*

Dependent Variable:

HARGA?

Method: Pooled Least

Squares

Date: 07/23/07 Time:

16:51

Sample: 2002 2005

Included observations: 4

Total panel observations

388

White Heteroskedasticity-

Consistent Standard

Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Prob.
C	-2.643.028	0.1132
EPS?	3.053.847	0.0024
BV?	0.560994	0.0383
DEBT?	-0.345978	0.0001
PERTUMBUHAN?	3.902.146	0.6947
DEBT?*EPS?	-0.000314	0.0151
DEBT?*BV?	-6.33E-05	0.0001
PERTUMBUHAN?*EPS?	2.337.614	0.0100
PERTUMBUHAN?*BV?	0.607717	0.0048
R-squared	0.714979	
Adjusted R-squared	0.708962	
S.E. of regression	2.746.424	
Sum squared resid	2.86E+09	
Log likelihood		
Durbin-Watson stat	0.667211	
Mean dependent var	2.192.057	
S.D. dependent var	5.090.882	
Akaike info criterion		
Schwarz criterion		
F-statistic	1.188.406	
Prob(F-statistic)	0.000000	

4.5. Uji Asumsi Klasik

Hasil regresi ini juga sudah dilakukan pengujian asumsi klasik; yaitu uji terhadap *autocorrelation* dan *heteroscedasticity*.

4.5.1. Uji Autokorelasi

Masalah autokorelasi dapat dideteksi dengan pengujian terhadap ada tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan menggunakan metode *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*. Melalui metode ini, jika suatu variabel bebas korelasi *Breusch-Godfrey* tidak signifikan ($p > 0.05$), maka dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi (Nachrowi, 2006). Data penelitian ini tidak mengandung *autocorrelation* yang serius.

4.5.2 Uji Heteroskedastisitas

Untuk mengetahui ada tidaknya gejala heteroskedastisitas pada suatu model regresi dapat dilakukan dengan melalui metode ini, jika suatu variabel bebas korelasi *White* tidak signifikan ($p < 0.05$), maka dapat disimpulkan tidak terjadi Heteroskedastisitas (Nachrowi, 2006). Hasil Analisis Regresi berganda dalam Penelitian terbukti mengandung masalah heteroskedastisitas dan telah dilakukan perbaikan pada model regresi dalam penelitian dengan menggunakan uji *White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance*.

Berdasarkan beberapa hasil pengujian asumsi klasik yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa model regresi tersebut telah memenuhi semua asumsi yang disyaratkan yaitu bebas autokorelasi, dan

heteroskedastisitas kecuali untuk tahun 2003 dengan *Tobin's q* sebagai *dependent* variabel dan data dengan harga saham sebagai *dependent* variabel mengandung heteroskedastisitas. Tetapi hal ini telah diperbaiki dengan menggunakan *White Heteroskedasticity-Consistent Std. Errors & Covar.* sehingga model regresi tersebut layak untuk digunakan.



BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan terhadap 388 tahun perusahaan sampel yang digunakan sebagai sampel penelitian, dimana sampel yang digunakan merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sejak 2002 sampai dengan 2005 dan memiliki utang.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah interaksi diantara utang dan pertumbuhan terhadap laba dan nilai buku ekuitas mempengaruhi nilai perusahaan. Hipotesis dalam penelitian ini menyatakan bahwa interaksi antara utang dan laba, dan antara utang dan nilai buku ekuitas melemahkan asosiasi laba dan ekuitas – nilai perusahaan. Sebaliknya interaksi antara pertumbuhan dan laba, dan antara pertumbuhan dan nilai buku ekuitas meningkatkan asosiasi laba dan ekuitas – nilai perusahaan. Penggunaan proksi nilai perusahaan berupa *Tobin's q* yang menjadi rasio nilai perusahaan yang dibandingkan dengan harga pasar saham sebagai proksi nilai pasar perusahaan. Penelitian menggunakan sampel pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2002 sampai dengan 2005.

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dapat disimpulkan hasil sebagai berikut:

1. Data penelitian mendukung hipotesis 1 bahwa utang melemahkan asosiasi laba – nilai perusahaan. Secara *pool cross-section time series*

terdukung oleh data baik jika menggunakan nilai pasar perusahaan maupun *Tobin's q* sebagai dasar pengukur nilai perusahaan. Bahkan dengan menggunakan nilai pasar perusahaan secara *cross-sectional* menunjukkan hasil yang lebih baik. Oleh karena itu, utang secara signifikan melemahkan asosiasi laba – nilai perusahaan.

2. Hipotesis 2 yang menyatakan bahwa utang melemahkan asosiasi ekuitas nilai perusahaan, secara *cross-sectional* harga pasar saham memberikan hasil yang lebih baik sebagai proksi nilai perusahaan. Secara *pool cross-section time series* baik *Tobin's q* maupun nilai pasar sebagai nilai perusahaan, keduanya menunjukkan hasil yang signifikan. Sehingga secara keseluruhan menunjukkan utang melemahkan asosiasi ekuitas - nilai perusahaan.
3. Hipotesis 3 yang menyatakan bahwa pertumbuhan meningkatkan asosiasi laba – nilai perusahaan terdukung oleh data baik *cross-sectional* maupun *pool cross-section time series* dengan menggunakan proksi nilai perusahaan dengan harga pasar saham.
4. Hipotesis 4 yang menyatakan bahwa pertumbuhan meningkatkan asosiasi ekuitas nilai perusahaan terdukung oleh data. Secara keseluruhan dengan *pool cross-section time series* baik dengan menggunakan harga pasar saham dan *Tobin's q* sebagai proksi nilai perusahaan . Disimpulkan pertumbuhan meningkatkan asosiasi ekuitas – nilai perusahaan.

5. Proksi nilai perusahaan yang diwakilkan dengan nilai pasar (harga pasar saham) dan *Tobin's q* menunjukkan hasil yang berbeda. Menggunakan nilai pasar sebagai proksi nilai perusahaan menunjukkan hasil signifikan yang lebih banyak dipengaruhi oleh variabel independen secara *cross-sectional* maupun *pool*. Ini menunjukkan bahwa investor lebih mempertimbangkan nilai perusahaan berdasar nilai pasar dalam mengambil keputusan setiap tahunnya. Sedangkan nilai perusahaan berdasar *Tobin's q* lebih dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan dalam jangka lebih panjang (*pool*).

5.2. Keterbatasan dan Saran Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat keterbatasan – keterbatasan yang menyebabkan penelitian ini berjalan kurang baik hasilnya, yaitu; kemungkinan adanya keterbatasan data dan kesalahan dalam metode pengambilan sampel, spesifikasi model, dan asumsi – asumsi yang dilakukan sebelumnya. Penelitian sejenis berikutnya diharapkan dapat menggunakan variabel – variabel lain yang dapat membuat penelitian interaksi variabel utang dan pertumbuhan terhadap laba dan ekuitas dalam menjelaskan nilai perusahaan menjadi lebih baik. Periode penelitian ini menggunakan periode 2002 – 2005 dimana dampak makroekonomi seperti inflasi, selisih kurs dan peristiwa penting lainnya dikhawatirkan masih berimbas terhadap sampel penelitian. Sehingga diharapkan adanya penelitian selanjutnya agar hasilnya menjadi lebih baik.

Daftar Pustaka

- Adi Prasetyo. 2000. *Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS), dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta*. Simposium Nasional Akuntansi III. pp. 878-905.
- Andi, dkk. 1998. *Krisis Ekonomi 1998, Tragedi yang Tak Terlupakan*. Kompas. 21 Desember 1998.
- Bandi dan Jogiyanto Hartono. 2000. *Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Deviden*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 3. pp. 203-213.
- Bank Indonesia. 2005. *Pertumbuhan Ekonomi Tujuh Negara Industri Utama dan Beberapa Negara Asia Economic Growth of The Seven Major Industrial Countries and Several Asian Countries*. www.BI.go.id/data_statistik.html. 2006-12-22. 21:56:00.
- Bank Indonesia. 2005. *Laju Inflasi Tujuh Negara Industri Utama dan Beberapa Negara Asia Inflation Rate of The Seven Major Industrial Countries and Several Asian Countries*. www.BI.go.id/data_statistik.html . 2006-12-22, 22:56:00.
- Djohanputro, Bramantyo. 2006. *Perception GAP*. Eksekutif, Mei 2005.
- Dominic, dkk. 2003. *Dangerous Market, Managing in Financial Crisis*. John Willey & Sons, Inc. 2003
- Eugene F. Fama. 1996. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance. Mei 1970. hal. 383 – 417.

- Franco Modigliani & Merton H. Miller., *Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, Juni 1963, hal. 433 – 443.
- Franco Modigliani & Merton H. Miller., *The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*. American Economic Review, Juni 1958, hal. 261 – 297
- Frijijanti, T dan Jogianto Hartono. *Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen*. Simposium Nasional Akuntansi 3: 851 – 861
- Gaver, Jennifer J, dan Kenneth M. Gaver. 1993. *Additional Evidence on the Assosiation Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies.* *Journal of Accounting and Economics* . Vol. 16. pp. 19–160.
- Gumanti, Tatang. 2000. *Earnings Management: Suatu Telaah Pustaka*. Jurnal akuntansi dan Keuangan Vol. 2, No. 2: 104 – 115
- Hadi, Kumala. 2003. *Pengaruh Pertumbuhan dan Utang Terhadap Asosiasi Nilai Pasar-Laba dan Nilai Buku Ekuitas*. JAAI. Vol. 7 No. 1: 1 – 20
- Husnan, Suad. 2001. *Dasar – dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN. Edisi 3.
- Hasnawati, Sri. 2005. *Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta*. JAAI Vol. 9 No. 2
- Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma. 2000. *Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham*. Simposium Nasional Akuntansi III. pp. 820–850.

- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley. 1999. *The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth*. Journal of Business & Accounting. Vol. 26, April / May. pp.505–519.
- Malkiel, B.G., G.M. von Furstenberg, and H.S. Watson, 1979. *Expectations, Tobin's q, and Industry Investment*. Journal of Finance (Mei), 549 – 612.
- McConnel, J.J. and H. Servaes, 1990. *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*. Journal of Financial Economics (Oktober), 549-612.
- Myers, S. C. 1977. *Determinants of Corporate Borrowing*. Journal of financial Economics. Vol. 5: 147 – 175
- Nawarcono, Winanto. 2005. *Analisis rentabilitas Ekonomi dan Finacial Leverage Sebelum dan Selama Krisis Ekonomi Studi Kasus pada Sektor Keuangan Bidang Perbankan di Bursa Efek Jakarta periode 1995 – 1998*. _____
- Pruitt, S. W, 1994. *A Simple Approximation of Tobin's q*. Financial Management (Spring), 46 – 45.
- Rangan, S. (1998). *Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings*. Journal of Finance Economics, 50: 101-122.
- Roy, Tapan S. dan Robert Charles Witt. 1976. *Leverage, Eksposure Ratio, and the Optimal Rate of Return on Capital for the Insurer*. Journal of risk and Insurance 43: pg.53
- Saiful. 2002. *Hubungan Manajemen Laba dengan Kinerja Operasi dan Retur Saham di Sekitar IPO*. Simposium Nasional Akuntansi 5: 148 – 162.
- Sartono, Agus. 1998. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE. Edisi 3.

- Schacner, Leopold. 1978. *Efficiency, Earnings and Equity Capital*. The CPA Journal, 48: pg.29
- Setiawati, Lilis 2002. *Manajemen Laba dan IPO di Bursa Efek Jakarta*. Simposium Nasional Akuntansi 5: 112 – 120
- Sugihen, Syafruddin Ginting. 2003. *Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan Serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia*. PhD Theses dari JIPTUNAIR / 2003-12-22 10:56:00.
- Syamaun T.M. 2006. *Optimasi Struktur Modal Serta Kebijakan Pendanaan Investasi (Studi Kasus : Pada PT. Polysindo Eka Perkasa)*. Master Theses from JBPTSBMITB / 2006-04-20 15:26:11
- Syamsudi, Lukman. 1994. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada. Edisi Baru.
- Tettet Fijrijanti dan Jogianto Hartono. 2000. *Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen*. Simposium Nasional Akuntansi III. pp. 851–877.
- Trismawati. 2002. *Analisis Pengaruh Struktur Modal dan kebijakan Deviden Terhadap Perkembangan Harga Saham Manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. JIPTUMM.
- Tumirin, dkk. *Analisis Variabel Akuntansi Kuartalan, Variabel Pasar, dan Arus Kas Operasi yang Mempengaruhi Bid-Ask Spread*. Makalah SNA VI, Hal 1174 – 1186.

Zulfikar. 2006. *Analisis Good Corporate Governance di Sektor Manufaktur: Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance, Return on Asset, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Pasar Perusahaan*. Benefit, Vol. 10, No. 2.





LAMPIRAN I

جامعة الإسلام في إندونيسيا

Lampiran 1
Daftar Perusahaan Sample

No.	NAMA PERUSAHAAN	kode
1	PT. Ades Alfindo Putrasetia Tbk	ADES
2	PT. Cahaya Kalbar Tbk	CEKA
3	PT. Davomas Abadi Tbk	DAVO
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
5	PT. Mayora Indah Tbk	MYOR
6	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI
7	PT. putera Sejahtera Pioneerindo Tbk	PTSP
8	PT. Sari Husada Tbk	SHDA
9	PT. Sekar Laut Tbk	SKLT
10	PT. Siantar TOP Tbk	STTP
11	PT. Sierad Produce Tbk	SIPD
12	PT. Sinar Mas Agro Rsch. and Tech Corp. (SMART Corp.)	SMAR
13	PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Co. Tbk	ULTJ
14	PT. BAT Indonesia Tbk	BATI
15	PT. Gudang Garam Tbk	GGRM
16	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna (HM Sampoerna) Tbk	HMSP
17	PT. Argo Pantes Tbk	ARGO
18	PT. Eratex Djaja Ltd.	ERTX
19	PT. Roda Vivatex Tbk	RDTX
20	PT. Apac Centertex Corp. Tbk	MYTX
21	PT. Indo-Rama Syntetics Tbk	INDR
22	PT. Karwell Indonesia Tbk	KARW
23	PT. Pan Brothers Tex Tbk	PBRX
24	PT. Ricky Putra Globalindo Tbk	RICY
25	PT. Sarasa Nugraha Tbk	SRSN
26	PT. Sepatu Bata Tbk	BATA
27	PT. Barito Pacific Timber Tbk	BRPT
28	PT. Daya Sakti Unggul Corp. Tbk	DSUC
29	PT. Sumalindo Lestari Jaya Tbk	SULI
30	PT. Surya Dumai Industri Tbk	SUDI
31	PT. Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW
32	PT. Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk	INKP
33	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	TKIM
34	PT. Suparma Tbk	SPMA
35	PT. Surabaya Agung Industri Pulp & Kertas Tbk	SAIP
36	PT. Aneka Kimia Raya Tbk	AKRA
37	PT. Budi Acid Jaya Tbk	BUDI

No.	NAMA PERUSAHAAN	Kode
38	PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS
39	PT. Ekadharma Tape Industries Tbk	EKAD
40	PT. Intan Wijaya Chemical Industry Tbk	INCI
41	PT. Kurnia Kapuas Utama Glue Industries Tbk	KKGI
42	PT. Asahimas Flat Glass Co. Ltd. Tbk	AMFG
43	PT. Berlina Co. Ltd. Tbk	BRNA
44	PT. Dynaplast Tbk	DYNA
45	PT. Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	FPNI
46	PT. Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR
47	PT. Langgeng Makmur Plastic Indusy Ltd. Tbk	LMPI
48	PT. Laindo International Tbk	LAPD
49	PT. Indocement Tunggal Prakasa Tbk	INTP
50	PT. Semen Gresik (Persero) Tbk	SMGR
51	PT. Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALMI
52	PT. Citra Turbindo Tbk	CTBN
53	PT. Jaya Pari Steel Tbk	JPRS
54	PT. Lionmesh Prima Tbk	LMSH
55	PT. Lion Metal Works Tbk	LION
56	PT. Pelangi Indah Canindo Tbk	TBMS
57	PT. Tira Austenite Tbk	TIRA
58	PT. GT Kabel Indonesia (Kabelmetal Indonesia) Tbk	KBLI
59	PT. Jembo Cable Company Tbk	JECC
60	PT. Kabelindo Murni Tbk	KBLM
61	PT. Supreme Cable Manufacturing Corp. (Sucaco) Tbk	SCCO
62	PT. Voksel electric Tbk	VOKS
63	PT. Astra Graphia Tbk	ASGR
64	PT. Metrodata Electronics Tbk	MTDL
65	PT. Multipolar Corp. Tbk	MLPL
66	PT. Astra International	ASII
67	PT. Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP
68	PT. Astra Otoparts Tbk	AUTO
69	PT. Branta Mulia Tbk	BRAM
70	PT. Gajah Tunggal Tbk	GJTL
71	PT. Goodyear Indonesia Tbk	GDYR
72	PT. Hexindo Adiperkasa Tbk	HEXA
73	PT. Indospring Tbk	INDS
74	PT. Intraco Penta Tbk	INTA
75	PT. Nipress Tbk	NIPS
76	PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk	IMAS

No.	NAMA PERUSAHAAN	kode
77	PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk	PRAS
78	PT. Selamat Sempurna Tbk	SMSM
79	PT. Sugi Sama Persada Tbk	SUGI
80	PT. Tunas Ridean Tbk	TURI
81	PT. United Tracftors Tbk	UNTR
82	PT. Inter Delta Tbk	INTD
83	PT. Modern Photo Film Company Tbk	MDRN
84	PT. Darya-Varia Laboratories Tbk	DVLA
85	PT. Kalbe Farma Tbk	KLBF
86	PT. Merck Indonesia Tbk	MERK
87	PT. Schering-Plough Indonesia Tbk	SCPI
88	PT. Pyridam Farma Tbk	PYFA
89	PT. Tempo Scan Pacific Tbk	TSPC
90	PT. mandom Indonesia Tbk	TCID
91	PT. Unilever Indonesia Tbk	UNVR
92	PT. Sorini Corporation Tbk	SOBI
93	PT. Arwana Citramulia Tbk	ARNA
94	PT. Intikramik Alamasri Industri Tbk	IKAI
95	PT. Mulia Industrindo Tbk	MLIA
96	PT. Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO
97	PT. Kedaung Indah Can Tbk	KICI



Lampiran 2

Tabel
Statistik Deskriptif per Variabel Penelitian

	TOBINS?	HARGA?	EPS?	BV?	DEBT?	PERTUMBUHAN?	SAHAM?
Mean	1.005705	2192.057	236.4026	1449.382	2784.311	-0.620252	1.12E+09
Median	0.888199	490.0000	51.00000	555.0760	1105.705	-0.741111	4.44E+08
Maximum	4.080130	50000.00	6306.000	18876.15	40543.37	7.587031	1.62E+10
Minimum	-3.076424	20.00000	-2045.000	-4089.221	14.12125	-8.372076	3600000.
Std. Dev.	1.043898	5090.882	736.7748	2820.938	4696.984	0.991658	1.98E+09
Skewness	1.554320	5.148314	3.670988	2.152396	3.765984	2.302294	4.033315
Kurtosis	12.69176	37.76013	23.75046	11.02053	21.93458	33.94027	24.24231
Jarque-Bera	1674.767	21247.65	7832.526	1339.573	6713.191	15819.13	8346.950
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	388	388	388	388	388	388	388
Cross sections	97	97	97	97	97	97	97

Tabel
Statistik Deskriptif per Variabel per Tahun

obs	2002	2003	2004	2005
Mean HARGA?	1.684.845	2.026.340	2.439.608	2.617.433
Med HARGA?	4.000.000	5.000.000	6.000.000	6.000.000
Sd HARGA?	3.784.535	4.464.688	5.497.420	6.282.359
Min HARGA?	2.000.000	4.000.000	3.000.000	4.500.000
Max HARGA?	27500.00	32000.00	42500.00	50000.00
Mean TOBINS?	0.819025	0.923136	1.082.846	1.197.813
Med TOBINS?	0.755158	0.865578	1.011.938	1.013.038
Sd TOBINS?	0.873221	0.866334	1.057.696	1.294.514
Min TOBINS?	-2.636.262	-2.796.070	-3.076.424	-1.065.514
Max TOBINS?	4.206.079	3.443.471	4.123.437	8.080.130
Mean EPS?	3.327.474	2.002.407	2.329.744	1.796.479
Med EPS?	8.600.000	4.800.000	2.800.000	4.600.000
Sd EPS?	6.992.853	6.448.058	9.099.042	6.645.640
Min EPS?	-6.330.000	-1.857.000	-1.305.000	-2.045.000
Max EPS?	4.037.000	4.282.000	6.306.000	4.130.000
Mean BV?	1.444.769	1.417.283	1.452.827	1.482.648
Med BV?	6.606.316	6.027.518	5.196.178	4.562.010
Sd BV?	3.053.095	2.649.761	2.878.531	2.729.228
Min BV?	-4.584.683	-4.739.272	-6.044.364	-8.089.221
Max BV?	18876.15	12733.60	13434.08	13561.23
Mean DEBT?	2.727.605	2.689.024	2.930.316	2.790.299
Med DEBT?	9.826.669	1.110.228	1.137.726	1.016.071
Sd DEBT?	4.024.126	4.227.946	5.105.012	5.363.935
Min DEBT?	1.804.964	1.412.125	1.548.740	2.278.155
Max DEBT?	25072.96	24103.34	32692.60	40543.37
Mean PERTUMBUHAN?	-0.492468	-0.775500	-0.591750	-0.621291
Med PERTUMBUHAN?	-0.723893	-0.732709	-0.750412	-0.751800
Sd PERTUMBUHAN?	1.248.427	1.000.553	0.851629	0.798531
Min PERTUMBUHAN?	-2.815.801	-8.372.076	-3.082.204	-2.356.583
Max PERTUMBUHAN?	7.587.031	2.632.800	4.620.735	3.869.071
Mean SAHAM?	9.33E+08	9.74E+08	1.17E+09	1.40E+09
Med SAHAM?	3.08E+08	4.28E+08	4.44E+08	5.35E+08
Sd SAHAM?	1.51E+09	1.54E+09	2.20E+09	2.47E+09
Min SAHAM?	3600000.	3600000.	3600000.	3600000.
Max SAHAM?	9.38E+09	9.44E+09	1.62E+10	1.62E+10



LAMPIRAN III

Lampiran 3

Hasil Olah Data Statistik Software Eviews 3.0

1. Nilai Perusahaan (harga pasar saham)

POOL

Dependent Variable: HARGA?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:51

Sample: 2002 2005

Included observations: 4

Total panel observations 388

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-264.3028	166.4514	-1.587868	0.1132
EPS?	3.053847	0.997243	3.062288	0.0024
BV?	0.560994	0.269910	2.078445	0.0383
DEBT?	0.345978	0.084404	4.099098	0.0001
PERTUMBUHAN?	39.02146	99.33211	0.392838	0.6947
DEBT?*EPS?	0.000314	0.000129	2.441464	0.0151
DEBT?*BV?	-6.33E-05	1.62E-05	-3.903904	0.0001
PERTUMBUHAN?*E PS?	2.337614	0.903071	2.588517	0.0100
PERTUMBUHAN?*B V?	0.607717	0.214412	2.834345	0.0048
R-squared	0.714979	Mean dependent var		2192.057
Adjusted R-squared	0.708962	S.D. dependent var		5090.882
S.E. of regression	2746.424	Sum squared resid		2.86E+09
F-statistic	118.8406	Durbin-Watson stat		0.667211
Prob(F-statistic)	0.000000			

2002

Dependent Variable: HARGA

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:08

Sample: 1 97

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	5.391910	1.116556	4.829056	0.0000
BV	0.144829	0.261764	0.553282	0.5815
DEBT	-0.202052	0.074337	-2.718062	0.0079
PERTUMBUHAN	181.0460	234.9089	0.770707	0.4429
DEBT*EPS	9.72E-05	0.000110	0.884058	0.3791
DEBT*BV	-6.21E-05	2.36E-05	-2.633826	0.0100
PERTUMBUHAN*EPS	4.879980	1.422511	3.430541	0.0009
PERTUMBUHAN*BV	1.159000	0.220568	5.254610	0.0000
C	-510.0782	299.5499	-1.702816	0.0921
R-squared	0.758314	Mean dependent var		1666.907
Adjusted R-squared	0.736343	S.D. dependent var		3788.106
S.E. of regression	1945.101	Akaike info criterion		18.07221
Sum squared resid	3.33E+08	Schwarz criterion		18.31110
Log likelihood	-867.5021	F-statistic		34.51362
Durbin-Watson stat	2.007496	Prob(F-statistic)		0.000000

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.407936	Probability	0.666301
Obs*R-squared	0.911580	Probability	0.633947

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:08

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.000859	1.128399	-0.000761	0.9994
BV	-0.025321	0.265806	-0.095261	0.9243
DEBT	-0.001776	0.074938	-0.023697	0.9811
PERTUMBUHAN	-1.953445	236.7602	-0.008251	0.9934
DEBT*EPS	-1.03E-06	0.000111	-0.009309	0.9926
DEBT*BV	3.09E-06	2.40E-05	0.128740	0.8979
PERTUMBUHAN*EPS	-0.022292	1.433761	-0.015548	0.9876
PERTUMBUHAN*BV	0.014321	0.222644	0.064321	0.9489
C	26.64371	303.0482	0.087919	0.9301
RESID(-1)	-0.005407	0.109456	-0.049399	0.9607
RESID(-2)	0.099769	0.110573	0.902286	0.3694
R-squared	0.009398	Mean dependent var		-2.19E-13
Adjusted R-squared	-0.105789	S.D. dependent var		1862.292
S.E. of regression	1958.321	Akaike info criterion		18.10400
Sum squared resid	3.30E+08	Schwarz criterion		18.39598
Log likelihood	-867.0441	F-statistic		0.081587
Durbin-Watson stat	1.988952	Prob(F-statistic)		0.999919

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	52.06141	Probability	0.000000
Obs*R-squared	88.50038	Probability	0.000000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:09

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-261043.1	803837.5	-0.324746	0.7462
EPS	7981.832	3381.132	2.360698	0.0207
EPS^2	0.463701	0.948858	0.488694	0.6264
BV	221.7480	807.0900	0.274750	0.7842
BV^2	-0.104345	0.084273	-1.238172	0.2193
DEBT	519.2557	401.4151	1.293563	0.1995
DEBT^2	0.035356	0.028332	1.247928	0.2157
PERTUMBUHAN	350693.2	677606.2	0.517547	0.6062
PERTUMBUHAN^2	83428.02	132629.4	0.629031	0.5311
DEBT*EPS	-1.684380	0.355912	-4.732579	0.0000
(DEBT*EPS)^2	1.07E-07	1.37E-08	7.776779	0.0000
DEBT*BV	-0.036300	0.126550	-0.286841	0.7750
(DEBT*BV)^2	9.59E-10	1.16E-09	0.823208	0.4128
PERTUMBUHAN*EP S	-404.6537	4375.395	-0.092484	0.9265
(PERTUMBUHAN*EP S)^2	-6.945690	2.275710	-3.052098	0.0031
PERTUMBUHAN*BV	-263.2359	1061.108	-0.248076	0.8047
(PERTUMBUHAN*BV)^2	0.146531	0.068676	2.133657	0.0359
R-squared	0.912375	Mean dependent var	3432378.	
Adjusted R-squared	0.894850	S.D. dependent var	10324848	
S.E. of regression	3348020.	Akaike info criterion	33.04347	
Sum squared resid	8.97E+14	Schwarz criterion	33.49471	
Log likelihood	-1585.608	F-statistic	52.06141	
Durbin-Watson stat	2.085370	Prob(F-statistic)	0.000000	

2003

Dependent Variable: HARGA

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:12

Sample: 1 97

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	6.192904	1.429346	4.332684	0.0000
BV	0.267607	0.226828	1.179777	0.2413
DEBT	-0.245918	0.076731	-3.204924	0.0019
PERTUMBUHAN	77.26114	207.4827	0.372374	0.7105
DEBT*EPS	-0.000197	0.000170	-1.159198	0.2495
DEBT*BV	-4.28E-05	1.39E-05	-3.071659	0.0028
PERTUMBUHAN*EPS	1.520081	1.916701	0.793071	0.4299
PERTUMBUHAN*BV	-0.159891	0.234877	-0.680746	0.4978
C	101.9665	300.5422	0.339275	0.7352
R-squared	0.735604	Mean dependent var	1776.186	
Adjusted R-squared	0.711568	S.D. dependent var	3313.676	
S.E. of regression	1779.639	Akaike info criterion	17.89440	
Sum squared resid	2.79E+08	Schwarz criterion	18.13329	
Log likelihood	-858.8785	F-statistic	30.60424	
Durbin-Watson stat	1.603053	Prob(F-statistic)	0.000000	

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.287811	Probability	0.107633
Obs*R-squared	4.900163	Probability	0.086287

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.301982	1.415956	-0.213271	0.8316
BV	0.061347	0.225413	0.272156	0.7862
DEBT	-0.020282	0.076293	-0.265849	0.7910
PERTUMBUHAN	-6.071057	204.6963	-0.029659	0.9764
DEBT*EPS	-8.91E-06	0.000167	-0.053245	0.9577
DEBT*BV	1.71E-07	1.38E-05	0.012434	0.9901
PERTUMBUHAN*EPS	-0.264379	1.894958	-0.139517	0.8894
PERTUMBUHAN*BV	0.052773	0.234105	0.225426	0.8222
C	32.16304	297.3334	0.108172	0.9141
RESID(-1)	0.188280	0.109633	1.717361	0.0895
RESID(-2)	0.101012	0.109425	0.923121	0.3585
R-squared	0.050517	Mean dependent var	-9.90E-14	
Adjusted R-squared	-0.059888	S.D. dependent var	1703.875	
S.E. of regression	1754.153	Akaike info criterion	17.88380	
Sum squared resid	2.65E+08	Schwarz criterion	18.17578	
Log likelihood	-856.3643	F-statistic	0.457562	
Durbin-Watson stat	1.984939	Prob(F-statistic)	0.912572	

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	4.280678	Probability	0.000006
Obs*R-squared	44.74089	Probability	0.000152

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:12

Sample: 1 97

Included observations: 97

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	23979.02	1227934.	0.019528	0.9845
EPS	35803.32	15446.37	2.317911	0.0230
EPS^2	-19.80194	10.74367	-1.843127	0.0690
BV	-405.2254	1613.851	-0.251092	0.8024
BV^2	0.133181	0.125609	1.060274	0.2922
DEBT	-233.3589	533.1101	-0.437731	0.6628
DEBT^2	0.083441	0.061214	1.363110	0.1767
PERTUMBUHAN	-27931.01	904406.6	-0.030883	0.9754
PERTUMBUHAN^2	-598291.9	550058.6	-1.087688	0.2800
DEBT*EPS	-1.174600	2.808432	-0.418241	0.6769
(DEBT*EPS)^2	-1.27E-07	2.44E-07	-0.518177	0.6058
DEBT*BV	-0.141593	0.306417	-0.462092	0.6453
(DEBT*BV)^2	-2.85E-10	1.02E-09	-0.277896	0.7818
PERTUMBUHAN*EP S	20944.15	13856.60	1.511493	0.1346
(PERTUMBUHAN*EP S)^2	35.89036	26.47023	1.355876	0.1790
PERTUMBUHAN*B V	-1521.300	1483.511	-1.025473	0.3082
(PERTUMBUHAN*B V)^2	-0.079009	0.241181	-0.327594	0.7441
R-squared	0.461246	Mean dependent var	2873259.	
Adjusted R-squared	0.353496	S.D. dependent var	8235721.	
S.E. of regression	6621972.	Akaike info criterion	34.40752	
Sum squared resid	3.51E+15	Schwarz criterion	34.85875	
Log likelihood	-1651.765	F-statistic	4.280678	
Durbin-Watson stat	2.146655	Prob(F-statistic)	0.000006	

2004

Dependent Variable: HARGA

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:14

Sample: 1 97

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	1.320295	1.013135	1.303178	0.1959
BV	0.943154	0.231661	4.071274	0.0001
DEBT	-0.529573	0.091617	-5.780292	0.0000
PERTUMBUHAN	6.366328	360.9698	0.017637	0.9860
DEBT*EPS	-0.000584	6.31E-05	-9.247700	0.0000
DEBT*BV	-9.38E-05	1.51E-05	-6.207573	0.0000
PERTUMBUHAN*EPS	1.298152	1.230036	1.055377	0.2941
PERTUMBUHAN*BV	0.025933	0.159515	0.162574	0.8712
C	-168.1554	452.4706	-0.371638	0.7111
R-squared	0.806205	Mean dependent var	2556.412	
Adjusted R-squared	0.788587	S.D. dependent var	5632.724	
S.E. of regression	2589.905	Akaike info criterion	18.64482	
Sum squared resid	5.90E+08	Schwarz criterion	18.88371	
Log likelihood	-895.2739	F-statistic	45.76106	
Durbin-Watson stat	1.277973	Prob(F-statistic)	0.000000	

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	4.515308	Probability	0.013591
Obs*R-squared	9.027767	Probability	0.010956

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.470766	0.952609	-0.494186	0.6224
BV	0.026823	0.216185	0.124076	0.9016
DEBT	-0.091221	0.090706	-1.005688	0.3174
PERTUMBUHAN	62.27314	336.8887	0.184848	0.8538
DEBT*EPS	2.02E-05	5.91E-05	0.341221	0.7338
DEBT*BV	6.36E-06	1.42E-05	0.447778	0.6554
PERTUMBUHAN*EPS	-0.504893	1.154031	-0.437504	0.6628
PERTUMBUHAN*BV	0.053721	0.149286	0.359857	0.7198
C	246.7295	428.4400	0.575879	0.5662
RESID(-1)	0.435529	0.111393	3.909853	0.0002
RESID(-2)	-0.161494	0.114871	-1.405870	0.1634
R-squared	0.151393	Mean dependent var	9.38E-13	
Adjusted R-squared	0.052717	S.D. dependent var	2479.645	
S.E. of regression	2413.400	Akaike info criterion	18.52190	
Sum squared resid	5.01E+08	Schwarz criterion	18.81388	
Log likelihood	-887.3122	F-statistic	1.534250	
Durbin-Watson stat	1.967155	Prob(F-statistic)	0.141137	

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	10.75452	Probability	0.000000
Obs*R-squared	66.21519	Probability	0.000000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:15

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-10773382	4209564.	-2.559263	0.0124
EPS	-17914.58	9428.467	-1.900052	0.0610
EPS^2	41.73934	6.241735	6.687138	0.0000
BV	7856.690	2420.227	3.246262	0.0017
BV^2	-1.120641	0.187076	-5.990304	0.0000
DEBT	3540.135	1667.047	2.123596	0.0368
DEBT^2	0.130016	0.144794	0.897932	0.3719
PERTUMBUHAN	-3160218.	3555651.	-0.888787	0.3768
PERTUMBUHAN^2	4168763.	1654494.	2.519660	0.0137
DEBT*EPS	8.591079	1.737508	4.944484	0.0000
(DEBT*EPS)^2	-1.27E-07	2.30E-08	-5.545353	0.0000
DEBT*BV	-1.650765	0.391411	-4.217476	0.0001
(DEBT*BV)^2	3.91E-09	1.59E-09	2.458499	0.0161
PERTUMBUHAN*EPS	-6910.053	7054.194	-0.979567	0.3303
(PERTUMBUHAN*EPS)^2	-63.49705	9.272982	-6.847533	0.0000
PERTUMBUHAN*BV	-1792.010	1811.719	-0.989121	0.3256
(PERTUMBUHAN*BV)^2	0.758548	0.113212	6.700219	0.0000
R-squared	0.682631	Mean dependent var	6085253.	
Adjusted R-squared	0.619157	S.D. dependent var	20358841	
S.E. of regression	12563945	Akaike info criterion	35.68839	
Sum squared resid	1.26E+16	Schwarz criterion	36.13963	
Log likelihood	-1713.887	F-statistic	10.75452	
Durbin-Watson stat	1.896124	Prob(F-statistic)	0.000000	

2005

Dependent Variable: HARGA

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:35

Sample: 1 97

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.717109	2.241326	-0.319949	0.7498
BV	0.586213	0.417254	1.404931	0.1636
DEBT	-0.625771	0.093693	-6.678967	0.0000
PERTUMBUHAN	231.9154	487.7386	0.475491	0.6356
DEBT*EPS	-0.000921	0.000284	-3.241375	0.0017
DEBT*BV	-0.000107	5.66E-05	-1.883612	0.0629
PERTUMBUHAN*EPS	4.602412	1.956479	2.352395	0.0209
PERTUMBUHAN*BV	0.209450	0.266911	0.784721	0.4347
C	-75.96128	524.0083	-0.144962	0.8851
R-squared	0.781199	Mean dependent var		2583.979
Adjusted R-squared	0.761308	S.D. dependent var		6287.324
S.E. of regression	3071.744	Akaike info criterion		18.98607
Sum squared resid	8.30E+08	Schwarz criterion		19.22496
Log likelihood	-911.8244	F-statistic		39.27396
Durbin-Watson stat	1.718109	Prob(F-statistic)		0.000000

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.640160	Probability	0.529702
Obs*R-squared	1.422898	Probability	0.490932

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.520184	2.332892	-0.222978	0.8241
BV	0.105589	0.434616	0.242947	0.8086
DEBT	-0.017526	0.095471	-0.183570	0.8548
PERTUMBUHAN	-7.203139	494.4765	-0.014567	0.9884
DEBT*EPS	6.58E-05	0.000293	0.224366	0.8230
DEBT*BV	-1.20E-05	5.83E-05	-0.205614	0.8376
PERTUMBUHAN*EPS	-0.214867	1.992784	-0.107823	0.9144
PERTUMBUHAN*BV	0.025107	0.273441	0.091819	0.9271
C	7.887924	526.6935	0.014976	0.9881
RESID(-1)	0.127230	0.112479	1.131152	0.2611
RESID(-2)	-0.009574	0.125447	-0.076322	0.9393
R-squared	0.014669	Mean dependent var		1.90E-14
Adjusted R-squared	-0.099904	S.D. dependent var		2940.971
S.E. of regression	3084.382	Akaike info criterion		19.01253
Sum squared resid	8.18E+08	Schwarz criterion		19.30451
Log likelihood	-911.1077	F-statistic		0.128032
Durbin-Watson stat	1.952923	Prob(F-statistic)		0.999376

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	20.64279	Probability	0.000000
Obs*R-squared	78.08630	Probability	0.000000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:36

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	110251.4	2970993.	0.037109	0.9705
EPS	-37330.08	25358.61	-1.472087	0.1449
EPS^2	7.872372	9.074468	0.867530	0.3882
BV	3570.430	5942.330	0.600847	0.5496
BV^2	0.232702	0.411631	0.565318	0.5734
DEBT	2880.652	1254.297	2.296627	0.0243
DEBT^2	0.002423	0.074067	0.032712	0.9740
PERTUMBUHAN	-393679.8	2659811.	-0.148010	0.8827
PERTUMBUHAN^2	-41746.95	890153.5	-0.046899	0.9627
DEBT*EPS	6.625411	2.256579	2.936042	0.0043
(DEBT*EPS)^2	-6.13E-08	8.82E-08	-0.694696	0.4893
DEBT*BV	-0.332513	0.317708	-1.046599	0.2984
(DEBT*BV)^2	-4.23E-10	3.09E-09	-0.136853	0.8915
PERTUMBUHAN*EP S	-12272.41	23054.29	-0.532326	0.5960
(PERTUMBUHAN*EP S)^2	13.41518	13.01898	1.030433	0.3059
PERTUMBUHAN*B V	4013.882	6196.435	0.647773	0.5190
(PERTUMBUHAN*B V)^2	-0.449202	0.553527	-0.811526	0.4195
R-squared	0.805013	Mean dependent var	8560140.	
Adjusted R-squared	0.766016	S.D. dependent var	24179963	
S.E. of regression	11696303	Akaike info criterion	35.54527	
Sum squared resid	1.09E+16	Schwarz criterion	35.99651	
Log likelihood	-1706.946	F-statistic	20.64279	
Durbin-Watson stat	2.121315	Prob(F-statistic)	0.000000	

2. Nilai Perusahaan (*Tobin's q*)

POOL

Dependent Variable: TOBINS?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:49

Sample: 2002 2005

Included observations: 4

Total panel observations 388

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.158749	0.071527	16.20019	0.0000
EPS?	0.000355	0.000198	1.792237	0.0739
BV?	4.46E-05	4.20E-05	1.061526	0.2891
DEBT?	0.000101	1.39E-05	7.303206	0.0000
PERTUMBUHAN?	0.117697	0.048234	2.440110	0.0151
DEBT?*EPS?	-1.75E-08	1.09E-08	-1.609227	0.1084
DEBT?*BV?	4.86E-09	2.89E-09	1.680232	0.0937
PERTUMBUHAN?*E	0.000235	0.000235	1.000378	0.3178
PS?				
PERTUMBUHAN?*B	8.18E-05	3.97E-05	2.058607	0.0402
V?				
R-squared	0.243019	Mean dependent var	1.005705	
Adjusted R-squared	0.227041	S.D. dependent var	1.043898	
S.E. of regression	0.917775	Sum squared resid	319.2358	
F-statistic	15.20916	Durbin-Watson stat	0.629062	
Prob(F-statistic)	0.000000			

2002

Dependent Variable: TOBINS

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:07

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.000382	0.000411	-0.931295	0.3542
BV	0.000311	9.63E-05	3.231416	0.0017
DEBT	-0.000110	2.73E-05	-4.013730	0.0001
PERTUMBUHAN	0.072828	0.086391	0.842997	0.4015
DEBT*EPS	2.60E-08	4.04E-08	0.641973	0.5226
DEBT*Bv	-2.43E-08	8.67E-09	-2.802342	0.0062
PERTUMBUHAN*EPS	0.000294	0.000523	0.561300	0.5760
PERTUMBUHAN*Bv	1.84E-05	8.11E-05	0.226700	0.8212
C	0.850753	0.110164	7.722613	0.0000
R-squared	0.397333	Mean dependent var		0.810884
Adjusted R-squared	0.342545	S.D. dependent var		0.882225
S.E. of regression	0.715340	Akaike info criterion		2.256074
Sum squared resid	45.03054	Schwarz criterion		2.494965
Log likelihood	-100.4196	F-statistic		7.252191
Durbin-Watson stat	1.930315	Prob(F-statistic)		0.000000

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.206214	Probability	0.814060
Obs*R-squared	0.462960	Probability	0.793359

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:08

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	1.55E-05	0.000417	0.037232	0.9704
BV	-1.08E-05	9.96E-05	-0.108355	0.9140
DEBT	-1.89E-06	2.78E-05	-0.067755	0.9461
PERTUMBUHAN	-0.003684	0.087504	-0.042103	0.9665
DEBT*EPS	1.79E-10	4.09E-08	0.004385	0.9965
DEBT*Bv	9.35E-10	8.93E-09	0.104810	0.9168
PERTUMBUHAN*EPS	1.65E-05	0.000529	0.031290	0.9751
PERTUMBUHAN*Bv	-2.22E-06	8.21E-05	-0.027061	0.9785
C	0.008944	0.112465	0.079529	0.9368
RESID(-1)	0.032380	0.109171	0.296602	0.7675
RESID(-2)	0.062439	0.112505	0.554989	0.5803
R-squared	0.004773	Mean dependent var		-1.10E-16
Adjusted R-squared	-0.110951	S.D. dependent var		0.684885
S.E. of regression	0.721881	Akaike info criterion		2.292527
Sum squared resid	44.81562	Schwarz criterion		2.584504
Log likelihood	-100.1876	F-statistic		0.041243
Durbin-Watson stat	1.999661	Prob(F-statistic)		0.999997

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.459702	Probability	0.136371
Obs*R-squared	21.91914	Probability	0.145822

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:08

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.531408	0.326792	4.686182	0.0000
EPS	0.001801	0.001375	1.310324	0.1938
EPS^2	-5.87E-07	3.86E-07	-1.522437	0.1318
BV	-0.000990	0.000328	-3.018639	0.0034
BV^2	7.50E-08	3.43E-08	2.189570	0.0315
DEBT	-0.000268	0.000163	-1.641569	0.1046
DEBT^2	2.38E-08	1.15E-08	2.069831	0.0417
PERTUMBUHAN	0.718328	0.275474	2.607604	0.0109
PERTUMBUHAN^2	-0.137360	0.053919	-2.547525	0.0128
DEBT*EPS	-4.95E-08	1.45E-07	-0.342133	0.7331
(DEBT*EPS)^2	1.46E-16	5.59E-15	0.026051	0.9793
DEBT*BV	3.48E-08	5.14E-08	0.677206	0.5002
(DEBT*BV)^2	-5.21E-16	4.73E-16	-1.100564	0.2744
PERTUMBUHAN*EP S	0.001530	0.001779	0.859998	0.3924
(PERTUMBUHAN*EP S)^2	4.82E-07	9.25E-07	0.520620	0.6041
PERTUMBUHAN*BV	-0.000524	0.000431	-1.215017	0.2279
(PERTUMBUHAN*BV)^2	2.91E-08	2.79E-08	1.042960	0.3001
R-squared	0.225970	Mean dependent var	0.464232	
Adjusted R-squared	0.071165	S.D. dependent var	1.412285	
S.E. of regression	1.361105	Akaike info criterion	3.612302	
Sum squared resid	148.2085	Schwarz criterion	4.063540	
Log likelihood	-158.1966	F-statistic	1.459702	
Durbin-Watson stat	1.987788	Prob(F-statistic)	0.136371	

2003

White Heterosk
 statistic
 s*R-squarc

Dependent Variable: TOBINS
 Method: Least Squares
 Date: 07/23/07 Time: 16:11
 Sample: 1 97

st Equation:
 pendent Var
 ethod: Least
 te: 07/23/07
 mple: 1 97
 luded obser

Included observations: 97
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	4.08E-05	0.000671	0.060769	0.9517
BV	0.000194	0.000135	1.438734	0.1538
DEBT	-0.000115	3.38E-05	-3.416545	0.0010
PERTUMBUHAN	0.215876	0.090740	2.379068	0.0195
DEBT*EPS	-4.66E-08	9.75E-08	-0.477781	0.6340
DEBT*B _V	-1.75E-09	5.54E-09	-0.316532	0.7523
PERTUMBUHAN*EPS	-0.000570	0.000478	-1.194010	0.2357
PERTUMBUHAN*B _V	0.000141	8.03E-05	1.759640	0.0819
C	1.139010	0.133706	8.518751	0.0000
R-squared	0.393124	Mean dependent var		0.889828
Adjusted R-squared	0.337953	S.D. dependent var		0.870583
S.E. of regression	0.708361	Akaike info criterion		2.236466
Sum squared resid	44.15620	Schwarz criterion		2.475357
Log likelihood	-99.46862	F-statistic		7.125604
Durbin-Watson stat	1.875963	Prob(F-statistic)		0.000000

Variable
 C
 EPS
 EPS^2
 BV
 BV^2
 DEBT
 DEBT^2
 PERTUMBUH
 PERTUMBUH
 DEBT*EP:
 (DEBT*EPS
 DEBT*B_V
 (DEBT*B_V)
 PERTUMBUHA
 S
 PERTUMBUHA
 S)^2
 PERTUMBUHA
 PERTUMBUHA
 y^2

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.326683	Probability	0.722204
Obs*R-squared	0.731379	Probability	0.693718

squared
 Adjusted R-squa
 E. of regressio
 m squared res
 g likelihood
 rbin-Watson s

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID
 Method: Least Squares
 Date: 07/23/07 Time: 16:11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-5.07E-05	0.000578	-0.087601	0.9304
BV	-2.50E-06	9.17E-05	-0.027262	0.9783
DEBT	-5.84E-06	3.17E-05	-0.184331	0.8542
PERTUMBUHAN	-0.009078	0.084383	-0.107579	0.9146
DEBT*EPS	6.75E-09	6.86E-08	0.098402	0.9218
DEBT*B _V	1.00E-09	5.79E-09	0.173555	0.8626
PERTUMBUHAN*EPS	-4.11E-05	0.000771	-0.053324	0.9576
PERTUMBUHAN*B _V	4.21E-06	9.44E-05	0.044583	0.9645
C	0.008930	0.121990	0.073205	0.9418
RESID(-1)	0.053366	0.110365	0.483538	0.6299
RESID(-2)	0.071799	0.113458	0.632828	0.5285
R-squared	0.007540	Mean dependent var		-1.48E-16
Adjusted R-squared	-0.107862	S.D. dependent var		0.678204
S.E. of regression	0.713844	Akaike info criterion		2.270135
Sum squared resid	43.82326	Schwarz criterion		2.562112
Log likelihood	-99.10154	F-statistic		0.065337
Durbin-Watson stat	1.958313	Prob(F-statistic)		0.999971

2004

Dependent Variable: TOBINS

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:13

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	0.000518	0.000327	1.582339	0.1172
BV	7.41E-05	7.49E-05	0.990469	0.3247
DEBT	-0.000169	2.96E-05	-5.717870	0.0000
PERTUMBUHAN	0.544997	0.116638	4.672567	0.0000
DEBT*EPS	-6.92E-09	2.04E-08	-0.339157	0.7353
DEBT*BV	7.57E-09	4.88E-09	1.550344	0.1246
PERTUMBUHAN*EPS	0.000615	0.000397	1.547852	0.1252
PERTUMBUHAN*BV	-5.08E-05	5.15E-05	-0.985525	0.3271
C	1.608476	0.146204	11.00161	0.0000
R-squared	0.424744	Mean dependent var		1.087747
Adjusted R-squared	0.372448	S.D. dependent var		1.056397
S.E. of regression	0.836858	Akaike info criterion		2.569868
Sum squared resid	61.62917	Schwarz criterion		2.808759
Log likelihood	-115.6386	F-statistic		8.121927
Durbin-Watson stat	1.876099	Prob(F-statistic)		0.000000

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.075212	Probability	0.927608
Obs*R-squared	0.169368	Probability	0.918802

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	2.17E-06	0.000331	0.006549	0.9948
BV	-7.14E-07	7.58E-05	-0.009415	0.9926
DEBT	-4.94E-07	3.00E-05	-0.016456	0.9869
PERTUMBUHAN	0.003682	0.119033	0.030935	0.9754
DEBT*EPS	8.66E-11	2.06E-08	0.004201	0.9967
DEBT*BV	2.04E-10	4.96E-09	0.041160	0.9673
PERTUMBUHAN*EPS	7.42E-07	0.000402	0.001846	0.9985
PERTUMBUHAN*BV	1.82E-06	5.23E-05	0.034808	0.9723
C	0.004653	0.148548	0.031322	0.9751
RESID(-1)	0.017516	0.110962	0.157852	0.8749
RESID(-2)	0.041557	0.115057	0.361184	0.7188
R-squared	0.001746	Mean dependent var		2.29E-18
Adjusted R-squared	-0.114330	S.D. dependent var		0.801231
S.E. of regression	0.845794	Akaike info criterion		2.609358
Sum squared resid	61.52156	Schwarz criterion		2.901335
Log likelihood	-115.5539	F-statistic		0.015042
Durbin-Watson stat	1.902530	Prob(F-statistic)		1.000000

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.385773	Probability	0.170255
Obs*R-squared	21.04991	Probability	0.176600

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 07/23/07 Time: 16:14
 Sample: 1 97
 Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.743084	0.410722	1.809212	0.0742
EPS	0.001288	0.000920	1.400225	0.1653
EPS^2	-5.50E-08	6.09E-07	-0.090353	0.9282
BV	-0.000337	0.000236	-1.426413	0.1576
BV^2	3.70E-08	1.83E-08	2.024754	0.0462
DEBT	-0.000160	0.000163	-0.980739	0.3297
DEBT^2	1.84E-08	1.41E-08	1.299345	0.1976
PERTUMBUHAN	-0.170412	0.346921	-0.491213	0.6246
PERTUMBUHAN^2	0.038230	0.161427	0.236823	0.8134
DEBT*EPS	-5.20E-08	1.70E-07	-0.306517	0.7600
(DEBT*EPS)^2	7.13E-16	2.24E-15	0.318212	0.7512
DEBT*BV	1.21E-08	3.82E-08	0.317119	0.7520
(DEBT*BV)^2	-1.69E-16	1.55E-16	-1.085840	0.2808
PERTUMBUHAN*EP	0.000915	0.000688	1.328745	0.1877
S				
(PERTUMBUHAN*EP	-5.88E-08	9.05E-07	-0.064975	0.9484
S)^2				
PERTUMBUHAN*BV	0.000103	0.000177	0.582856	0.5616
(PERTUMBUHAN*BV	1.01E-09	1.10E-08	0.091332	0.9275
)^2				
R-squared	0.217009	Mean dependent var	0.635352	
Adjusted R-squared	0.060411	S.D. dependent var	1.264644	
S.E. of regression	1.225850	Akaike info criterion	3.402977	
Sum squared resid	120.2167	Schwarz criterion	3.854215	
Log likelihood	-148.0444	F-statistic	1.385773	
Durbin-Watson stat	1.637397	Prob(F-statistic)	0.170255	

2005

Dependent Variable: TOBINS

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:34

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	0.001172	0.000621	1.886031	0.0626
BV	-9.04E-05	0.000116	-0.781633	0.4365
DEBT	-9.21E-05	2.60E-05	-3.546756	0.0006
PERTUMBUHAN	0.169944	0.135227	1.256730	0.2122
DEBT*EPS	-6.17E-08	7.87E-08	-0.783768	0.4353
DEBT*BV	1.13E-08	1.57E-08	0.717951	0.4747
PERTUMBUHAN*EPS	0.000299	0.000542	0.550658	0.5833
PERTUMBUHAN*BV	8.82E-05	7.40E-05	1.191527	0.2367
C	1.292301	0.145283	8.895057	0.0000
R-squared	0.274313	Mean dependent var		1.116960
Adjusted R-squared	0.208341	S.D. dependent var		0.957178
S.E. of regression	0.851651	Akaike info criterion		2.604914
Sum squared resid	63.82729	Schwarz criterion		2.843805
Log likelihood	-117.3383	F-statistic		4.158048
Durbin-Watson stat	1.707573	Prob(F-statistic)		0.000299

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.231032	Probability	0.297084
Obs*R-squared	2.699690	Probability	0.259280

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:35

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS	-0.000124	0.000635	-0.195546	0.8454
BV	2.02E-05	0.000117	0.173250	0.8629
DEBT	3.20E-06	2.62E-05	0.121969	0.9032
PERTUMBUHAN	-0.016923	0.138288	-0.122378	0.9029
DEBT*EPS	2.18E-08	8.26E-08	0.263886	0.7925
DEBT*BV	-3.51E-09	1.61E-08	-0.218455	0.8276
PERTUMBUHAN*EPS	1.14E-05	0.000546	0.020875	0.9834
PERTUMBUHAN*BV	8.72E-06	7.44E-05	0.117187	0.9070
C	-0.011246	0.147921	-0.076025	0.9396
RESID(-1)	0.170001	0.115070	1.477370	0.1432
RESID(-2)	-0.066845	0.117472	-0.569025	0.5708
R-squared	0.027832	Mean dependent var		-2.36E-16
Adjusted R-squared	-0.085211	S.D. dependent var		0.815394
S.E. of regression	0.849424	Akaike info criterion		2.617925
Sum squared resid	62.05086	Schwarz criterion		2.909902
Log likelihood	-115.9693	F-statistic		0.246206
Durbin-Watson stat	2.003495	Prob(F-statistic)		0.990297

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.285123	Probability	0.227381
Obs*R-squared	19.83365	Probability	0.227807

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/23/07 Time: 16:35

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.330163	0.361914	3.675362	0.0004
EPS	0.008149	0.003089	2.638000	0.0100
EPS^2	-1.17E-06	1.11E-06	-1.061907	0.2915
BV	-0.002022	0.000724	-2.793997	0.0065
BV^2	2.70E-08	5.01E-08	0.538868	0.5915
DEBT	-4.59E-05	0.000153	-0.300605	0.7645
DEBT^2	-1.85E-09	9.02E-09	-0.205358	0.8378
PERTUMBUHAN	0.188376	0.324007	0.581394	0.5626
PERTUMBUHAN^2	-0.080721	0.108435	-0.744422	0.4588
DEBT*EPS	-5.26E-07	2.75E-07	-1.913910	0.0592
(DEBT*EPS)^2	1.65E-14	1.07E-14	1.532125	0.1294
DEBT*BV	9.09E-08	3.87E-08	2.349143	0.0213
(DEBT*BV)^2	-6.43E-16	3.77E-16	-1.706870	0.0917
PERTUMBUHAN*EP	0.004519	0.002808	1.608998	0.1116
S				
(PERTUMBUHAN*EP	-2.12E-07	1.59E-06	-0.133547	0.8941
S)^2				
PERTUMBUHAN*BV	-0.001122	0.000755	-1.486418	0.1411
(PERTUMBUHAN*BV	1.04E-07	6.74E-08	1.549782	0.1251
)^2				
R-squared	0.204471	Mean dependent var	0.658013	
Adjusted R-squared	0.045365	S.D. dependent var	1.458254	
S.E. of regression	1.424794	Akaike info criterion	3.703762	
Sum squared resid	162.4029	Schwarz criterion	4.155000	
Log likelihood	-162.6325	F-statistic	1.285123	
Durbin-Watson stat	1.857285	Prob(F-statistic)	0.227381	