

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

TESIS

**Untuk Memenuhi Persyaratan
Mencapai Gelar Magister**



Oleh:

IKAYANTI

146020310111009

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
PASCASARJANA FAKULTAS EKONOMI & BISNIS**

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

MALANG

2018

TESIS

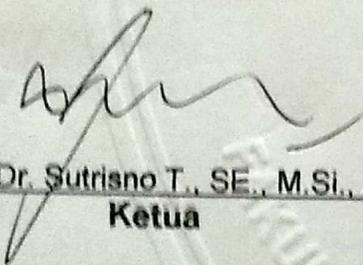
ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Oleh :

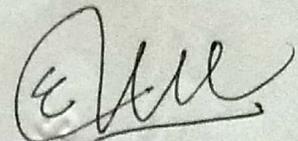
IKAYANTI
146020310111009

Dipertahankan didepan penguji
pada tanggal : **26 Juli 2018**
dan dinyatakan memenuhi syarat

Komisi Pembimbing,



Prof. Dr. Sutrisno T., SE., M.Si., Ak.
Ketua



Dr. Endang Mardiyati, SE., M.Si., Ak.
Anggota

Mengetahui,
a/n. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Brawijaya
Ketua Program Magister Akuntansi



Dr. Erwin Saraswati, Ak., CPMA., CSRA, CA
NIP. 19600124 198601 2 001

LEMBAR IDENTITAS KOMISI PEMBIMBING DAN PENGUJI

Judul :ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Nama Mahasiswa : IKAYANTI

Program Studi : AKUNTANSI

KOMISI PEMBIMBING

Pembimbing 1 : Prof. Dr. Sutrisno T., SE., M.Si., Ak.

Pembimbing 2 : Dr. Endang Mardiyati, SE., M.Si., Ak

TIM PENGUJI

Dosen Penguji 1 : Prof. Dr. Bambang Subroto, SE., MM., Ak

Dosen Penguji 2 : Dr. Lilik Purwanti, M.Si.,Ak., CSRS., CSRA

Tanggal Ujian : 26 Juli 2018

a.n Dekan

Ketua Program Studi Magister Akuntansi



Dr. Erwin saraswati, Ak., CPMA., CSRA, CA
NIP. 196211271988021001

PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam naskah TESIS dengan judul:

"ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA"

Tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu Perguruan Tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah TESIS ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur PLAGIASI, saya bersedia TESIS ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (MAGISTER) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku. (UU NO. 20 Tahun 2003, Pasal 25 ayat 2 dan pasal 70)

Malang, 26 Juli 2018

Mahasiswa,



NAMA : IKAYANTI
NIM : 146020310111009
PS : MAGISTER AKUNTANSI
PPS FEB UB

RIWAYAT HIDUP

Ikyanti, Surabaya, 17 September 1992 putri dari Ayah Agus Latif dan Ibu Fatmawati, anak pertama dari tiga bersaudara. Pendidikan SD di Surabaya kemudian melanjutkan pendidikan SMP sampai SMA pada salah satu pondok pesantren di Jombang, tepatnya pondok pesantren Darul Ulum Rejoso Jombang. Lulus dari SMA Darul Ulum 2 Unggulan BPPT RSBI pada tahun 2010. Studi di program S1 Jurusan Ekonomi Islam Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Negeri Sunan Ampel Surabaya pada tahun 2010 lulus pada tahun 2014, secara bersamaan menempuh studi di program S1 Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya pada tahun 2010 lulus pada tahun 2015. Melanjutkan studi di Pendidikan Profesi Akuntansi (PPAk) UB pada tahun 2014 dan Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya pada tahun 2014.

Malang, September 2018

Penulis

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis menyadari bahwa penyusunan tesis ini tidak akan terwujud tanpa adanya bantuan dan dorongan dari berbagai pihak. Ucapan terima kasih ini penulis sampaikan kepada:

1. Allah SWT dan Nabi Muhammad SAW
2. Bapak Prof. Dr. Ir. Nuhfil Hanani AR., MS. selaku Rektor Universitas Brawijaya Malang.
3. Bapak Prof. Candra Fajri Ananda, SE., MSc., Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang.
4. Ibu Dr. Erwin Saraswati Ak., CPMA., CSRA., CA selaku ketua program studi magister akuntansi. Tak lupa pula seluruh dosen pengajar magister akuntansi Universitas Brawijaya atas ilmu yang telah diajarkan.
5. Bapak Prof. Dr. Sutrisno T, SE., M.Si., Ak., selaku ketua komisi pembimbing yang dengan sabar menyempatkan waktu untuk memberikan arahan, petunjuk, dan ilmu yang sangat bermanfaat untuk menambah pengetahuan dan memudahkan dalam menyelesaikan tesis ini.
6. Ibu Dr. Endang Mardiaty, SE., M.Si., Ak selaku anggota komisi pembimbing yang selalu pengertian dan memberikan waktu untuk diskusi, dengan sabar mengevaluasi dan membagikan banyak ilmu, serta memotivasi penulis untuk segera menyelesaikan tesis ini.
7. Prof. Dr. Bambang Subroto, SE., Ak., MM. dan Dr. Bambang Hariadi MEC., Ak. selaku penguji yang memberikan banyak arahan dan masukan yang amat berarti yang membuat tesis ini menjadi lebih baik lagi.

8. Kedua orang tua penulis, Bapak Agus Latif beserta Ibu Fatmawati dan Bapak Wagiran beserta Ibu Supiyah yang telah menjadi pembimbing informal, tidak pernah lelah memberikan dukungan moral, dukungan materi, dan penuh kesabaran menjadi tempat berbagi suka dan duka. Semoga selalu dikaruniai kesehatan dan perlindungan dari Allah SWT.
9. Suami dan anak tercinta yang dengan sabar mendukung penyelesaian tesis ini.
10. Kakak-kakak dan adik penulis, yang selalu memberikan semangat dan menjadi tempat berbagi. Khususnya Dr. M. Rizal Taufikurrahman yang telah mengarahkan penulis dalam penyelesaian tesis ini.
11. Teman-teman terdekat penulis, Septyas Virgi Ardhani, SE., Diah Yuni Astuti SE., Alfa Rindiani Putri yang telah menemani penulis dalam menyelesaikan studi pascasarjana ini, dengan penuh semangat keceriaan dan saling mendukung. Semoga kita semua sukses.
12. Teman-teman PPAK Angkatan 24 kelas pagi dan *Joint Program* Angkatan 24 kelas *weekend* yang tidak dapat disebutkan satu-satu. Terima kasih telah bersama-sama belajar dan berjuang untuk menjadi lebih baik.
13. Semua pihak khususnya teman-teman seperjuangan yang tidak dapat disebutkan satu persatu, telah berjasa baik secara langsung maupun tidak langsung.

Malang, September 2018

Penulis

ABSTRAK

Ikyanti, Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, 2018. **Analisis Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur Di Indonesia.** Ketua Pembimbing: Sutrisno T, Komisi Pembimbing: Endang Mardiaty.

Banyak faktor yang dapat mempengaruhi peningkatan kinerja suatu perusahaan, baik dari segi keuangan maupun dari segi kontrol manajemen perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji peningkatan atau penurunan kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia jika dipengaruhi oleh faktor struktur modal dan kepemilikan institusional. Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur di Indonesia kemudian sampel penelitian sebanyak 54 perusahaan dari tahun 2013 sampai 2016. Pengumpulan data diperoleh dari laporan tahunan yang tersedia di situs BEI. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa struktur modal dengan proksi *debt to equity ratio* memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan yang digambarkan dengan rasio *return on asset*. Variabel kepemilikan institusional didapat dengan menghitung persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusional asing maupun lokal. Hasilnya kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan.

Kata Kunci: *Kinerja keuangan, struktur modal, kepemilikan institusi*



ABSTRACT

Ikyanti, Postgraduate Faculty of Economics and Business Universitas Brawijaya, 2018. **The Impact Of Capital Structure And Institutional Ownership Structure Of Financial Performance At The Manufacturing Company**. Supervisor: Sutrisno T, Supervising Commission: Endang Mardiaty.

Many factors can affect the improvement of a company's performance, both in terms of finance and in terms of control of the company's management. This study aims to examine the increase or decrease in the financial performance of manufacturing companies in Indonesia if influenced by factors such as capital structure and institutional ownership. The research population is a manufacturing company in Indonesia, the sample of research using the manufacturing sector as much as 54 companies from 2013 to 2016. Data collection obtained from the annual report available on the site BEI. The result of the research shows that the capital structure described with the debt to equity ratio has effect to the financial performance that is described with return on asset ratio. Variable institutional ownership is obtained by calculating the percentage of ownership of shares owned by foreign and local institutions. The result of institutional ownership has no effect on financial performance.

Keywords: *Financial performance, capital structure, institutional ownership*



KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. Tulisan ini, membahas pokok-pokok bahasan yang meliputi pengujian-pengujian secara empiris, serta beberapa diskusi pembahasan mengenai hasil dari penelitian yang dilakukan oleh penulis.

Tesis ini merupakan tugas akhir yang diajukan untuk memenuhi syarat dalam memperoleh gelar Magister Sains Akuntansi pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang. Sangat disadari bahwa dengan kekurangan dan keterbatasan yang dimiliki penulis, walaupun telah dikerahkan segala kemampuan untuk lebih teliti, tetapi masih dirasakan banyak kekurangan, oleh karena itu penulis mengharapkan saran yang membangun agar tulisan ini bermanfaat bagi yang membutuhkan.

Malang, September 2018

Penulis

DAFTAR ISI

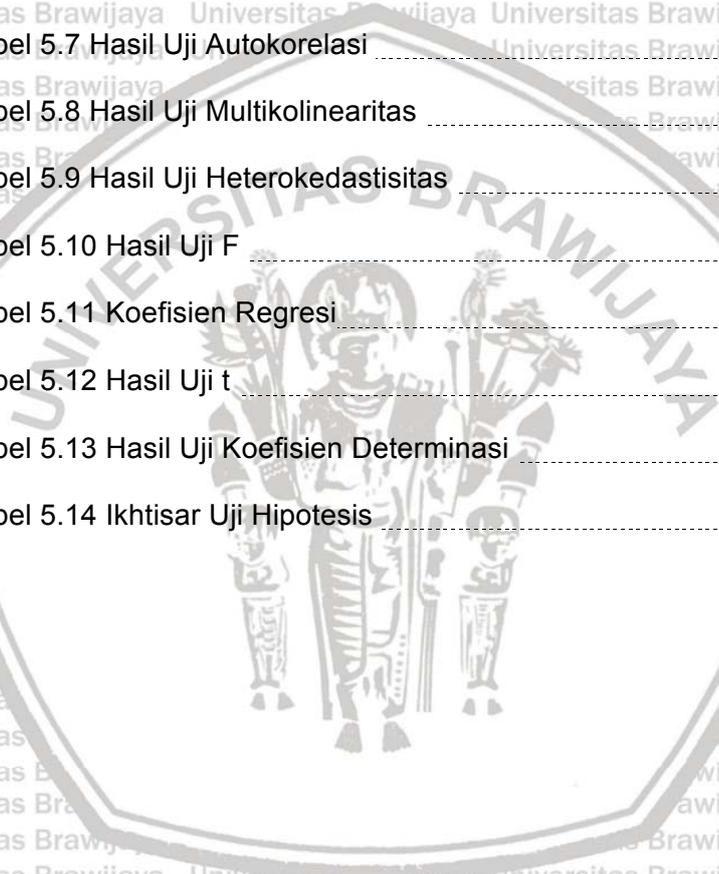
HALAMAN JUDUL	Halaman
HALAMAN PENGESAHAN	i
HALAMAN IDENTITAS TIM PENGUJI TESIS	ii
PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS	iii
RIWAYAT HIDUP	iv
UCAPAN TERIMA KASIH	v
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
KATA PENGANTAR	ix
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I	PENDAHULUAN
	1.1 Latar Belakang 1
	1.2 Rumusan Masalah 7
	1.3 Tujuan Penelitian 7
	1.4 Kontribusi Penelitian 7
BAB II	TINJAUAN PUSTAKA
	2.1 Kajian Teori 9
	2.1.1 Teori Agensi 9
	2.1.2 Kinerja Keuangan 11
	2.1.3 Struktur Modal 13
	2.1.4 Struktur Kepemilikan Institusional 18
	2.2 Penelitian Terdahulu 20
BAB III	KERANGKA KONSEPTUAL PENELITIAN DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS PENELITIAN
	3.1 Kerangka Konseptual Penelitian 22
	3.2 Pengembangan Hipotesis 23
	3.2.1 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan 23
	3.2.2 Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan 24
BAB IV	METODE PENELITIAN
	4.1 Jenis dan Sumber Data penelitian 26
	4.2 Populasi dan Sampel 26
	4.3 Definisi operasional Konsep 27
	4.3.1 Kinerja Keuangan 27
	4.3.2 Struktur Modal 28
	4.3.3 Struktur Kepemilikan Institusional 29



4.4 Metode Analisis Data	30
4.4.1 Pemilihan Model (Teknik Estimasi) Regresi Data Panel	32
4.4.2 Uji Statistik Deskriptif	35
4.4.3 Uji Regresi Model Data Panel	36
4.4.4 Uji Multikolinearitas	37
4.4.5 Uji Heteroskedastisitas	38
4.4.6 Uji Kelayakan (<i>Goodness of Fit</i>) Model Regresi Data Panel	39
4.4.6.1 Uji Hipotesis	40
4.4.6.2 Koefisien Determinasi (R^2)	41
BAB V HASIL DAN PEMBAHASAN	
5.1 Gambaran Umum Penelitian	42
5.2 Hasil	43
5.3 Analisis Regresi Data Panel	45
5.3.1 Uji <i>Chow</i>	45
5.3.2 Uji <i>Hausman</i>	46
5.4 Uji Asumsi Klasik	47
5.4.1 Uji Normalitas	47
5.4.2 Uji Autokorelasi	48
5.4.3 Uji Multikolinearitas	49
5.4.4 Uji Heteroskedastisitas	49
5.5 Uji Kelayakan (<i>Goodness of Fit</i>)	50
5.5.1 Uji Hipotesis	50
5.5.2 Koefisien Determinasi	52
5.6 Pembahasan	53
5.6.1 Struktur Modal Berpengaruh Terhadap Kinerja Keuangan	54
5.6.2 Kepemilikan institusional Tidak Berpengaruh Terhadap Kinerja Keuangan	56
5.7 Ikhtisar Hasil Uji Hipotesis	57
BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN	
6.1 Kesimpulan	59
6.2 Keterbatasan Penelitian	60
6.3 Saran	60
DAFTAR PUSTAKA	61
LAMPIRAN	69

DAFTAR TABEL

Tabel 5.1	Prosedur Pemilihan Sampling	43
Tabel 5.2	Statistik Deskriptif	44
Tabel 5.3	Hasil Uji <i>Chow</i>	46
Tabel 5.4	Hasil Uji <i>Hausman</i>	46
Tabel 5.5	Hasil Uji Normalitas	47
Tabel 5.6	Hasil Uji Normalitas (Log)	48
Tabel 5.7	Hasil Uji Autokorelasi	48
Tabel 5.8	Hasil Uji Multikolinearitas	49
Tabel 5.9	Hasil Uji Heterokedastisitas	50
Tabel 5.10	Hasil Uji F	50
Tabel 5.11	Koefisien Regresi	51
Tabel 5.12	Hasil Uji t	51
Tabel 5.13	Hasil Uji Koefisien Determinasi	53
Tabel 5.14	Ikhtisar Uji Hipotesis	58



DAFTAR GAMBAR

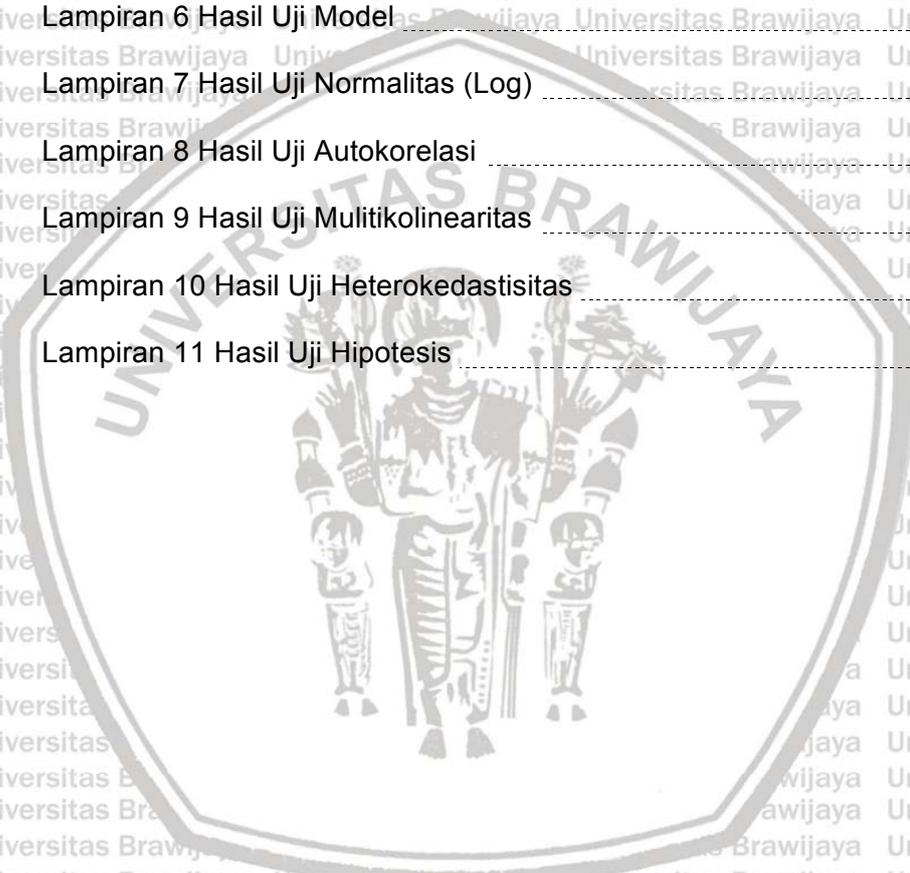
Gambar 2.1 Alur Informasi *Principal-Agent* 10

Gambar 3.1 Kerangka Konsep Penelitian 22



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Penelitian Terdahulu	69
Lampiran 2 Jenis dan Sumber Data	73
Lampiran 3 Tabel Data Panel	74
Lampiran 4 Hasil Uji Statistik Deskriptif	87
Lampiran 5 Hasil Uji <i>Chow</i>	88
Lampiran 6 Hasil Uji Model	89
Lampiran 7 Hasil Uji Normalitas (Log)	92
Lampiran 8 Hasil Uji Autokorelasi	93
Lampiran 9 Hasil Uji Multikolinearitas	94
Lampiran 10 Hasil Uji Heterokedastisitas	95
Lampiran 11 Hasil Uji Hipotesis	96



BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Ekonomi Indonesia berada dalam posisi buruk di tahun 2015 pada kuartal pertama dengan angka *purchasing manager index* (PMI) sebesar 46,4 (Gosta, 2015). Keadaan berubah kearah positif atas kinerja industri manufaktur yang menunjukkan pergerakan yang positif pada November 2017 yakni pada posisi angka 50,1 (Yasmin, 2017). Peningkatan atas permintaan dari pasar domestik dan ekspor adalah pemicu melonjaknya produksi industri manufaktur Indonesia yang meningkat pada bulan November 2017. Menurut Nikkei (*Tokyo stock exchages*) indeks PMI dengan nilai di atas 50 menandakan sektor manufaktur tengah dalam upaya untuk berekspansi, sedangkan jika nilai dari indeks PMI di bawah 50 menunjukkan sektor manufaktur mengalami resesi. Ekspansi atau terjadinya resesi sebuah industri merupakan cerminan dari upaya optimalisasi kinerja suatu perusahaan.

Kinerja perusahaan adalah cerminan kondisi finansial perusahaan yang dapat dianalisis dengan rasio-rasio keuangan, sehingga dapat diketahui upaya suatu perusahaan dalam melakukan optimalisasi kinerja. Rasio-rasio keuangan yang banyak digunakan untuk mengukur kondisi suatu perusahaan memiliki tujuan dan fungsi yang beragam. Salah satu rasio yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan dari sisi profitabilitas yakni dengan menggunakan rasio *return on asset* (ROA). Rasio ini mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut dapat memberikan pengembalian (*return*) pada tingkat tertentu dengan

aset yang dimiliki perusahaan. Informasi mengenai rasio tersebut juga merupakan media bagi perusahaan untuk menyampaikan keunggulan kompetitifnya kepada pihak eksternal. Hal ini bertujuan agar investor tertarik melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Suatu perusahaan dikatakan berhasil apabila telah mencapai suatu kinerja tertentu yang telah ditetapkan atau ditargetkan (Hery, 2014: 25). Penetapan target dalam perbaikan dan peningkatan kegiatan operasional perusahaan diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan keuangan. Mendukung hal tersebut, diperlukannya pertimbangan mengenai pendanaan yang dilakukan secara bijak. Pertimbangan atas pendanaan ini berkaitan dengan strategi perusahaan dalam menetapkan struktur modal perusahaan.

Struktur modal suatu perusahaan berupa bauran pendanaan utang jangka panjang dan ekuitas (Brealey, Myers dan Alan 2009: 600). Suatu perusahaan dapat merancang modalnya dari satu sumber saja atau dari berbagai sumber pendanaan modal, misalnya modal sendiri (ekuitas) dan modal pinjaman (utang) jangka pendek dan jangka panjang. Kedua sumber modal tersebut memiliki kelebihan dan kekurangan masing-masing tergantung pada kondisi perusahaan. Tidak ada perumusan secara baku atas besaran komposisi struktur modal suatu perusahaan dikatakan baik akan tetapi manfaat dan dampak terhadap kinerja perusahaan yang dapat dijadikan pertimbangan bagi manajer. Misalkan perusahaan yang menggunakan utang di dalam struktur permodalannya akan menimbulkan beban bunga yang dapat menghemat pajak.

Alasannya, pendapatan yang dikurangi beban bunga utang kemudian menghasilkan laba sebelum pajak yang lebih kecil, selanjutnya secara langsung mempengaruhi besaran pajak yang juga semakin kecil. Hal sebaliknya terjadi ketika permodalan bersumber dari ekuitas, maka tidak ada beban pengurang yang dapat menekan pajak perusahaan. Hal-hal yang menyangkut pada

keputusan keuangan ini diatur oleh manajer perusahaan itu sendiri agar mendapatkan struktur modal yang optimal sehingga dapat memaksimalkan kinerja perusahaan (Al Najjar, 2015).

Upaya optimalisasi modal suatu perusahaan diharapkan dapat menghasilkan manfaat yang lebih besar dari pada pengorbanan yang dilakukan ketika perusahaan menggunakan utang. Kondisi tersebut diperbolehkan selama manfaat yang diperoleh lebih besar sehingga perusahaan masih diperkenankan menambahkan utang dalam struktur modalnya. Myers (1977) menjelaskan tentang teori *trade-off* terjadi jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan utang akan meningkatkan kinerja perusahaan, tetapi setelah melewati titik optimal, penambahan utang dapat menurunkan kinerja perusahaan. Pada titik maksimal, posisi ketika pengorbanan yang dikeluarkan sebanding dengan manfaat yang diperoleh maka terjadi keseimbangan antara keuntungan penurunan nilai pajak (*tax shield*), kesulitan keuangan (*financial distress*) dan biaya agensi (*agency cost*).

Bagi perusahaan yang tidak berkenan untuk menggunakan utang alternative lain yakni melakukan penghematan pajak dengan menekan pengeluaran perusahaan. Cao (2006) menyatakan lebih lanjut bahwa kinerja perusahaan akan meningkat salah satunya dengan mencegah manajer perusahaan melakukan pengeluaran yang tidak penting. Pengeluaran tidak penting ini membuat modal digunakan secara tidak efisien. Dimitris dan Maria (2010) menjelaskan bahwa struktur kepemilikan memiliki peran penting pada kinerja, lebih jauh lagi efek tersebut dapat mempengaruhi keputusan manajer dalam hal keuangan. Manajer keuangan memiliki peran penentu tingkat efisiensi modal, manajer yang loyal akan mengutamakan kemajuan perusahaan dari pada ambisi mengejar keuntungan pribadi semata. Jika ada kepentingan pribadi, manajer akan menggunakan aliran kas untuk bonus atau pengeluaran-

pengeluaran tidak perlu yang disebut *agency cost* (Fachrudin, 2011), dengan demikian diharapkan melalui utang akan dapat mengurangi biaya agensi.

Biaya agensi (*agency cost*) muncul dikarenakan adanya konflik keagenan (*agency conflict*) yaitu berupa pemberian insentif yang tidak layak kepada manajer serta biaya pengawasan untuk mencegah *hazard*, misalnya perilaku manajer yang cenderung membuat keputusan dengan tujuan untuk menguntungkan dirinya dari pada kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Lin dan Fu (2017) menyatakan bahwa investor institusional yang aktif melakukan pengawasan (*monitoring*) terhadap bisnis perusahaan, dapat mengurangi asimetri informasi dan problem agensi sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Bathala, Moon dan Rao (1994) menemukan bahwa kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol biaya agensi. Semakin besar kepemilikan oleh institusi, maka akan semakin besar dorongan institusi untuk mengawasi manajemen dan mengakibatkan munculnya dorongan yang lebih besar untuk optimalisasi kinerja perusahaan (Bathala, Moon dan Rao. 1994).

Struktur modal dan struktur kepemilikan merupakan dua faktor yang mampu mempengaruhi kinerja perusahaan (Berger, Bonaccorsi dan Patti. 2006). Penelitian ini merupakan penelitian replikasi dengan menggunakan model penelitian milik Boroujeni, Noroozi, dan Nadem (2013) yang menguji tentang efek dari struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dengan sampel berupa perusahaan yang terdaftar pada Tehran *Stock Exchange* (TSE) sebanyak 123 perusahaan. Hasil penelitian Boroujeni, *et al.* (2013) menunjukkan bahwa struktur modal dan struktur kepemilikan memiliki pengaruh positif terhadap perusahaan. Merujuk pada penelitian utama, tujuan penelitian ini yakni untuk menguji pengaruh antara struktur modal dan struktur kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan dapat diprosikan

oleh banyak rasio, dalam penelitian ini kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel dependen diproksikan oleh *return on assets* (ROA) (Klapper dan Love, 2002).

Perusahaan dengan kinerja yang lebih baik dapat menggunakan pembiayaan utang untuk memiliki lebih sedikit perubahan dalam komposisi pemegang saham dan pemilik (King dan Santor, 2008). Alasannya adalah pada perusahaan dengan kinerja yang lebih baik akan memiliki kemungkinan lebih kecil terkena resiko kebangkrutan dan krisis keuangan (Berger *et al.* 2006).

Menurut teori *trade-off* pemilihan utang dalam struktur permodalan perusahaan sebaiknya menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Selama masih lebih besar manfaat yang diperoleh lebih banyak tambahan utang masih diperkenankan, sehingga dalam penelitian ini teori *trade-off* digunakan sebagai dasar pemahaman dalam penggunaan variabel independen berupa struktur modal.

Variabel independen kedua adalah struktur kepemilikan institusional yang didasari oleh teori agensi yang di dalamnya membahas mengenai konflik agensi yang bermula dari adanya pemisahan kepemilikan dengan pengelola perusahaan. Kepemilikan institusional berfungsi untuk mengawasi agen atau manajer pengelola perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997). Institusi dianggap memiliki sumber daya manusia yang kompeten di bidang investasi sehingga dapat menilai kinerja perusahaan sekaligus melakukan pengawasan terhadap manajemen. Pengawasan aktif tersebut akan menyebabkan manajemen bertindak sesuai dengan tuntutan dari pemegang saham sehingga dapat menghindari perilaku yang merugikan *principal*. Oleh sebab itu, kepemilikan institusional yang aktif dapat meningkatkan pengawasan yang ketat terhadap manajemen. Diharapkan struktur kepemilikan jenis ini dapat memperkuat pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Penelitian ini dapat dikategorikan sebagai penelitian replikasi dari penelitian (Berger *et al.* 2006), terdapat beberapa modifikasi yang menjadi unsur kebaruan dalam penelitian ini. Penggunaan interval data pada tahun 2013-2016 diharapkan hasil penelitian menjadi lebih relevan dengan kondisi Indonesia terkini. Selain itu penelitian ini lebih fokus melakukan pengamatan pada perusahaan manufaktur yang memiliki efek multiflier pada perekonomian Indonesia mulai dari peningkatan kesejahteraan rakyat, peningkatan nilai tambah dan produktivitas hampir seluruh rantai produksi dan sumber daya. Diharapkan perusahaan manufaktur dapat merepresentasikan perusahaan di sektor lain.

Sektor manufaktur adalah sektor yang paling tinggi dalam hal pengembalian aset dibandingkan dengan perusahaan jenis lain dengan kontribusi sebesar 23,5%. Berdasarkan tingkat kontribusinya perusahaan manufaktur merupakan pendorong utama pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan dan total aset sektor manufaktur lebih besar jika dibandingkan dengan sektor utama dan sektor jasa (Investor Daily Indonesia, 2012). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur memiliki jumlah aset lebih besar dibanding dengan sektor lain jika dilihat dari sisi pengembalian asetnya. Tingginya tingkat pengembalian aset ini merupakan komponen dalam perhitungan rasio *return on asset* yang digunakan sebagai alat ukur kinerja keuangan perusahaan. Hal ini bertujuan untuk mengetahui bahwa perusahaan manufaktur memiliki kinerja keuangan yang mampu merepresentasikan sektor industri lainnya.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas rumusan masalah pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia?
2. Apakah struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut:

1. Untuk menguji secara empiris pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan
2. Untuk menguji secara empiris pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan perusahaan

1.4 Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat menambah nilai positif dan memberikan manfaat bagi pengguna hasil penelitian baik berupa:

1. Kontribusi teori

Hasil penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan dapat mendukung dan mengembangkan teori-teori diantaranya teori *trade-off* yang dikaitkan dengan determinasi kinerja keuangan.

Penelitian ini juga dapat menjelaskan fenomena terkini dengan teori yang telah ada sebelumnya.

2. Kontribusi praktik

Hasil penelitian mengenai struktur modal memberikan kontribusi kepada para manajer, pemilik perusahaan hingga investor bahwa struktur modal dari satu perusahaan merupakan salah satu faktor yang menentukan

kinerja perusahaan. Penelitian ini juga dapat memberikan gambaran kepada para calon investor yang akan menginvestasikan dananya untuk lebih memperhatikan struktur modal perusahaan yang optimal sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi.



BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teori

Tinjauan pustaka ini menghimpun teori, prinsip dan konsep yang telah didefinisikan oleh berbagai penulis dalam pustaka yang ada mengenai variabel-variabel yang akan diukur. Beberapa variabel tersebut adalah struktur permodalan, struktur kepemilikan institusional, dan kinerja keuangan.

2.1.1 Teori Agensi

Teori agensi membahas tentang hubungan agensi yang timbul pada saat dibuatnya kontrak yang mengikuti antara satu pihak pemegang saham (*principal*) dengan pihak yang lain agen (*agent*). Pihak agen diminta untuk menyediakan jasa atau kinerja yang sesuai dengan kepentingan *principal* (Jensen dan Meckling, 1976). Hubungan agensi atau *agency relationship* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah: *"An agency relationship arises whenever one or more person, called principals, engage another person, called agents, to perform some service on their behalf, which involves delegating some decision-making authority to the agents"*. Pernyataan tersebut menjelaskan bahwa hubungan agensi terjadi apabila satu atau lebih orang, yang disebut *principal*, menyewa orang lain, yang disebut sebagai *agent*, untuk melaksanakan suatu aktivitas dengan disertai adanya penyerahan kewenangan pengambilan keputusan kepada agen. Adanya penyerahan keputusan oleh pemilik perusahaan atau *principal* kepada manajer selaku agen akan menimbulkan sebuah konflik antar kedua pihak tersebut apabila tindakan yang diambil manajer tidak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan atau pemegang saham.

Rajan dan Saouma (2006) menjelaskan mengenai alur informasi yang terjadi diantara *principal-agent* yang dapat diringkas pada gambar 2.1 sebagai berikut:

Gambar 2.1
Alur Informasi *Principal-Agent*

0 1 2 3

.....|.....|.....|.....|.....|

contract revealed by owner *contract selected by manager* *efforts chosen* *π realized* *compensation made*

Gambar 2.1 menunjukkan alur informasi yang dimulai pada periode nol (*time 0*) agen menerima sinyal, s kemudian pada periode satu (*time 1*) prinsipal membuat kontrak dengan agen, apabila disetujui maka agen mengkomunikasikan pilihan kontraknya kepada prinsipal jika tidak disetujui maka hubungan berakhir. Periode dua (*time 2*) agen menentukan tingkatan aktivitas (*effort*) dan konsekuensinya terhadap profit yang dihasilkan (π). Periode tiga (*time 3*) prinsipal membayar kompensasi kepada agen berdasarkan kontrak yang disetujui. Setelah kesepakatan disetujui, manajemen perusahaan akan menganalisis perusahaan di segala aspek, tujuannya adalah untuk mempertahankan kelangsungan perusahaan. Sisi lainnya, pemilik akan berharap bahkan menuntut adanya pendapatan atau laba yang baik dari manajemen atas kinerjanya dalam mengelola perusahaan. Dua kepentingan yang berbeda ini yang menuntut para manajer teliti dalam tiap kebijakan dan penggunaan sumber daya yang dimiliki. Melakukan analisis yang baik dalam penggunaan sumber daya akan mampu menjaga kinerja perusahaan seperti yang diinginkan oleh para pemilik, dengan tanpa melupakan keberlangsungan hidup entitas merupakan kemampuan yang harus dimiliki oleh manajer selaku agen. Profitabilitas yang mampu dihasilkan oleh kinerja manajer selanjutnya akan disampaikan melalui

penyajian laporan keuangan yang ditujukan kepada seluruh pemangku kepentingan pada perusahaan.

Model pendelegasian kewenangan seperti yang dijelaskan pada teori agensi mendorong agen untuk tidak memaksimalkan usahanya (Jensen dan Meckling, 1976). Berdasarkan teori tersebut, prinsipal perlu melakukan tindakan kontrol atas kegiatan yang dilakukan oleh agen, sehingga tidak terjadi *adverse selection*. Keadaan yang menggambarkan prinsipal tidak mengetahui keputusan yang diambil oleh agen benar-benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya, atau terjadi sebagai sebuah kelalaian dalam tugas (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini dapat berujung terjadinya asimetri informasi, yakni keadaan dimana salah satu pihak tidak mendapatkan informasi yang sama. Hal ini akan memicu munculnya konflik di antara kedua belah pihak yang bisa disebut *agency conflict*.

2.1.2 Kinerja Keuangan

Kinerja adalah keberhasilan personel, tim atau unit organisasi dalam mewujudkan strategik yang telah ditetapkan sebelumnya dengan perilaku yang diharapkan (Mulyadi, 2007: 337). Sasaran strategik menjadi dasar pengukuran kinerja harus ditentukan ukurannya dan diperlukan inisiatif strategik untuk mewujudkan strategi tersebut. Sasaran strategik dalam perspektif keuangan perlu dimanfaatkan untuk mencapai kinerja keuangan. Kesimpulannya adalah kinerja keuangan merupakan kemampuan kerja manajemen keuangan dalam mencapai prestasi kinerjanya.

Pengukuran kinerja keuangan banyak memberikan manfaat bagi perusahaan. Menurut Mulyadi (2006: 416) manfaat pengukuran kinerja keuangan bagi manajemen adalah sebagai berikut: (1) Mengelola operasi secara efektif dan efisien melalui pemotivasian karyawan secara umum. (2) Membantu

pengambilan keputusan yang bersangkutan dengan, seperti: promosi, transfer, dan pemberhentian. (3) Mengidentifikasi kebutuhan pelatihan dan pengembangan karyawan dan untuk menyediakan kriteria seleksi dan evaluasi program pelatihan karyawan. (4) Menyediakan umpan balik bagi karyawan mengenai bagaimana atasan mereka menilai kinerja mereka. (5) Menyediakan suatu dasar bagi distribusi penghargaan. Berdasarkan definisi manfaat pengukuran kinerja atas, profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menjaga kestabilan finansialnya agar selalu dalam keadaan laba atau *profit*. Profitabilitas juga menjadi tolok ukur para investor dalam menanamkan modal bagi perusahaan.

Return on assets (ROA) merupakan rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan aset yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. ROA juga merupakan alat analisis dalam mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan investasi yang ditanamkan dalam total aset yang digunakan untuk meraih keuntungan. Kegunaan dari ROA menurut Honre dan Wachowicz (2005:235) merupakan pengukuran kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan keuntungan dengan menggunakan keseluruhan aset yang tersedia di dalam perusahaan. Penelitian ini menggunakan ROA sebagai proksi kinerja keuangan, ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba setelah pajak.

Rasio ini penting bagi pihak manajemen untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam mengelola seluruh aset. Kelebihan *return on assets (ROA)* menurut Kasmir (2015:197) yaitu :

1. Selain ROA berguna sebagai alat kontrol, juga berguna untuk keperluan perencanaan. Misalnya ROA dapat dipergunakan sebagai dasar pengambilan keputusan apabila perusahaan akan melakukan ekspansi.

Perusahaan dapat mengistimaskan ROA yang harus melalui investasi pada aset tetap.

2. ROA dipergunakan sebagai alat mengukur profitabilitas dari masing-masing poduk yang dihasilkan oleh perusahaan. Penerapan sistem biaya produksi yang baik, maka modal dan biaya dapat dialokasikan ke dalam berbagai produk yang dihasilkan oleh perusahaan, sehingga dapat dihitung profitabilitas masing-masing produk.

3. Kegunaan ROA yang paling prinsip berkaitan dengan efisiensi penggunaan modal, efisiensi produksi dan efisiensi penjualan.

Kinerja keuangan merupakan kinerja perusahaan mengindikasikan strategi perusahaan, implementasi strategi, dan segala inisiatif perusahaan dapat memperbaiki laba perusahaan. Pengukuran kinerja keuangan ini mencerminkan hasil pengukuran atas keputusan strategis, operasi dan pembiayaan pada perusahaan tersebut

2.1.3 Struktur Modal

Sumber pendanaan di dalam suatu perusahaan dibagi ke dalam dua kategori yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal dapat diperoleh dari laba bersih atau arus kas masuk bersih, sedangkan pendanaan eksternal dapat diperoleh dari para kreditur yaitu utang. Proporsi antara bauran dari penggunaan modal sendiri dan utang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut dengan struktur modal perusahaan (Mayangsari, 2001).

Struktur modal adalah pembelanjaan permanen di dalam mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal tercermin pada utang jangka panjang dan unsur-unsur modal sendiri, kedua golongan ini merupakan dana permanen atau dana jangka panjang.

Kesimpulannya struktur modal hanya merupakan sebagian saja dari struktur finansial. Struktur finansial mencerminkan perimbangan baik dalam artian absolut maupun relatif antara keseluruhan modal asing (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan jumlah modal sendiri (Riyanto, 2001:35). Struktur modal suatu perusahaan secara umum terdiri atas beberapa komponen (Riyanto, 1995:49) yaitu:

1. Modal asing

Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan "utang", yang pada saatnya harus dibayar kembali. Utang dapat dikelompokan menjadi 2 golongan, yaitu utang jangka pendek (yaitu kurang dari satu tahun) dan utang jangka panjang (lebih dari satu tahun).

2. Modal Sendiri

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam dalam perusahaan untuk waktu yang tidak dapat ditentukan lamanya. Ditinjau dari sudut likuiditas modal sendiri merupakan dana jangka panjang yang tidak tertentu waktunya. Modal sendiri selain berasal dari eksternal perusahaan dapat juga berasal dari internal perusahaan, yaitu modal yang dihasilkan atau dibentuk sendiri dalam perusahaan. Modal sendiri berasal dari sumber internal ialah didapat dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, sedangkan sumber eksternal berasal dari modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri bagi perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT), terdiri dari:

a. Modal Saham

Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu Perseroan Terbatas (PT), dimana modal saham terdiri dari:

1) Saham Biasa (*Common Stock*)

Saham biasa adalah bentuk komponen modal jangka panjang yang ditanamkan oleh investor, dimana pemilik saham ini, dengan memiliki saham ini berarti ia membeli prospek dan siap menanggung segala risiko sebesar dana yang ditanamkan.

2) Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Saham preferen bentuk komponen modal jangka panjang yang merupakan kombinasi antara modal sendiri dengan utang jangka panjang.

b. Laba Ditahan

Keuntungan yang diperoleh oleh suatu perusahaan dapat sebagian dibayarkan sebagai dividen dan sebagian ditahan oleh perusahaan. Apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut, maka keuntungan tersebut merupakan keuntungan yang ditahan (*retained earning*).

Menurut Brigham (2006:155), faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal adalah sebagai berikut:

1. Risiko Usaha, atau tingkat risiko yang inheren dalam operasi perusahaan jika perusahaan tidak menggunakan utang. Makin besar risiko usaha perusahaan, makin rendah rasio utang optimalnya.
2. Posisi Pajak Perusahaan. Salah satu alasan utama digunakannya utang adalah karena bunga merupakan pengurang pajak, selanjutnya

menurunkan biaya utang efektif. Jika sebagian besar laba suatu perusahaan telah dilindungi dari pajak oleh perlindungan pajak yang berasal dari penyusutan, maka bunga atas utang yang saat ini belum dilunasi, atau kerugian pajak yang dibawa ke periode berikutnya, akan menghasilkan tarif pajak yang rendah.

3. **Fleksibilitas Keuangan**, atau kemampuan untuk menghimpun modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk. Bendahara perusahaan tahu bahwa pasokan modal yang lancar dibutuhkan oleh operasi yang stabil, selanjutnya memiliki arti yang sangat penting bagi keberhasilan jangka panjang.

4. **Konservatisme atau Keagresifan Manajerial**. Beberapa manajer lebih agresif dibandingkan manajer yang lain, sehingga mereka lebih bersedia untuk menggunakan utang sebagai usaha untuk meningkatkan laba. Faktor ini tidak mempengaruhi struktur modal optimal yang sebenarnya, atau struktur modal yang memaksimalkan nilai tetapi akan mempengaruhi sasaran struktur modal perusahaan.

2.1.3.1 *Trade-Off*

Teori *Trade off* dikemukakan oleh Myers pada tahun 1984 (*the static trade off hypothesis*) yang menyatakan bahwa struktur modal optimal ditentukan dengan memasukkan unsur pajak, *agency cost*, *financial distress* dengan tetap memperhatikan bentuk efisiensi pasar dan *symmetric information*. Rasio utang optimal menggambarkan perimbangan antara biaya dan keuntungan dari pinjaman, aset dan rencana investasi perusahaan (Myers, 1984). Biaya bunga sebagai pengurang pajak menjadikan utang lebih murah daripada saham biasa maupun saham preferen. Keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan yang muncul akibat penggunaan utang merupakan inti teori *trade-off* dari struktur modal. Selama masih lebih besar manfaat, maka tambahan utang masih

diperbolehkan. Apabila pengorbanan yang timbul atas penggunaan utang lebih besar, maka tambahan utang sudah tidak diperkenankan. Teori *trade-off* memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan asumsi keuntungan pajak masih lebih besar dari biaya kepailitan dan biaya keagenan. Teori *trade-off* juga menjelaskan bahwa peningkatan rasio utang pada struktur modal akan meningkatkan nilai total perusahaan sebesar tarif pajak dikali dengan jumlah utang. Semakin besar akses ke sumber dana, semakin tersedia potensi dana, maka semakin besar kemungkinan mengambil peluang investasi yang menguntungkan yang diperoleh semakin besar dan kinerja perusahaan meningkat.

Pada intinya teori *trade-off* menunjukkan bahwa nilai perusahaan dengan utang akan semakin meningkat dengan meningkatnya pula tingkat utang. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Struktur modal perusahaan akan mencapai titik maksimum apabila perusahaan mampu menyeimbangkan antara keuntungan dari pemanfaatan utang dengan biaya kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki struktur modal dibawah titik maksimum dapat menambah utang sampai mencapai titik maksimum sebagai *leverage* nilai perusahaan, apabila struktur modal masih dibawah titik maksimum maka setiap penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun apabila sudah mencapai titik maksimum setiap penambahan utang akan mengurangi nilai perusahaan (Safrida, 2008).

Keputusan perusahaan dalam menggunakan utang dari sudut pandang teori *trade-off* berbeda dengan *signaling theory*. Berdasarkan *signaling theory* perusahaan yang mampu menghasilkan laba cenderung meningkatkan jumlah utangnya, karena tambahan pembayaran bunga akan diimbangi dengan laba sebelum pajak (Sudana, 2011: 153). Teori *pecking-order* melengkapi teori *trade-off* dalam mengevaluasi alternatif pendanaan didasarkan pada penghematan

pajak, biaya kesulitan keuangan, dan biaya agensi. Terdapat satu bahan pertimbangan lagi yang diabaikan yakni waktu yang tepat (*timing*) (Sudana, 2011: 153). Maksud dari waktu yang tepat adalah pemilihan waktu yang tepat bagi perusahaan untuk menerbitkan surat utang atau justru lebih baik perusahaan menerbitkan saham.

2.1.4 Struktur Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Wahidahwati, 2002). Teori yang mendasari struktur kepemilikan institusional dapat dilihat dari dua sudut pandang yaitu pendekatan agensi (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan agensi menganggap struktur kepemilikan sebagai suatu instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi di pasar modal.

Pendefinisian melalui dua sudut pandang bukan tanpa alasan, Jensen dan Meckling menjelaskan bahwa konflik agensi yang menyebabkan timbulnya biaya agensi, dapat ditekan dengan adanya kepemilikan institusional. Institusi akan menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal sebab, adanya konsentrasi kepemilikan dianggap memiliki kekuatan untuk melakukan pengawasan maupun menjembatani kedua kepentingan.

Mintzberg (1983) mengemukakan dua dimensi utama kepemilikan. Institusi dengan tipe pelibatan (*involvement*), institusi tipe ini akan memengaruhi keputusan atau tindakan perusahaan. Kebalikan *involvement* adalah

detachment, institusi tipe ini kepemilikannya tidak mempengaruhi keputusan atau tindakan perusahaan, mereka cenderung melepaskan pengawasannya pada perusahaan. Konsentrasi (*concentration*) menunjukkan kepemilikan sahamnya dipegang erat atau terpusat, sedangkan *dispersion* adalah kepemilikan oleh institusi yang sahamnya dimiliki secara luas. Klasifikasi silang dari dua dimensi utama kepemilikan menghasilkan empat turunan jenis kepemilikan: tersebar-terpisah, tersebar-terlibat, terkonsentrasi-terpisah, dan terkonsentrasi-terlibat. Semakin banyak melibatkan pemilik, dan semakin terkonsentrasi kepemilikan mereka (institusional), semakin besar kekuatan yang mereka miliki dalam mempengaruhi korporasi (Mintzberg, 1983).

Alasan pemilihan kepemilikan institusional sebagai proksi struktur kepemilikan, karena institusi memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya, sehingga dapat menguasai mayoritas saham. Konsentrasi kepemilikan dianggap memiliki kekuatan untuk mengendalikan keputusan manajemen. Hal ini didukung oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik agensi yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang baik dalam setiap pengambilan keputusan oleh manajer. Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain: 1) Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi. 2) Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

2.2 Penelitian terdahulu

Penelitian terdahulu dapat dijadikan sebagai referensi dan dapat memperkuat penelitian saat ini. Penelitian serupa mengenai hubungan struktur modal dan struktur kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan perusahaan telah dilakukan sebelumnya oleh beberapa peneliti sebagai berikut: (lampiran tabel 2.1)

Vatavu (2015) menjelaskan hasil penelitiannya bahwa kinerja perusahaan Rumania lebih tinggi ketika mereka menghindari utang dan beroperasi berdasarkan ekuitas. Margaritis dan Psillaki (2010) menggunakan *data envelopment analysis* (DEA) sebagai pengukur kinerja perusahaan yang dipengaruhi oleh struktur modal dan kepemilikan ekuitas. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan yang lebih terkonsentrasi membawa lebih banyak utang dalam struktur modalnya. Selain itu hubungannya menunjukkan arah negatif yang artinya semakin rendah konsentrasi kepemilikan akan mengakibatkan *leverage* meningkat begitu pula sebaliknya. Zhang (2006) menyatakan bahwa pembiayaan utang berhubungan positif terhadap kinerja perusahaan akan tetapi tidak signifikan.

Variabel kedua berupa struktur kepemilikan institusional dengan Al Najjar (2015) hasil penelitiannya tidak mampu membuktikan bahwa ada hubungan antara kepemilikan institusional dan kinerja perusahaan untuk perusahaan yang terdaftar di Yordania. En Hsu (2015) juga memiliki hasil serupa yang menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi atas R&D. Sedangkan R&D *investment* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan institusional

Bhattacharya dan Graham (2007) memiliki hasil yang berbeda dengan Pasaribu, Kowanda dan Paramitha (2016) yang menjelaskan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini

menunjukkan bahwa semakin besar saham yang dimiliki oleh pihak institusional atau pemilik saham memiliki pengaruh besar terhadap peningkatan nilai perusahaan. Tsai dan Gu (2007) juga memiliki hasil serupa yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan yang diukur oleh proksi tobins-q. Penelitian Tsai dan Gu (2007) menunjukkan semakin besar jumlah saham yang dimiliki, maka pengawasan pihak institusional semakin ketat sehingga berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan. Penelitian yang telah dilakukan sebelumnya memiliki hasil yang beragam baik dari segi penggunaan proksi, metode ataupun negara lokasi penelitian yang berbeda-beda. Penelitian kembali perlu dilakukan untuk mengetahui hasil penelitian dengan menggunakan variabel, sampel dari industri, dan konteks negara yang berbeda.



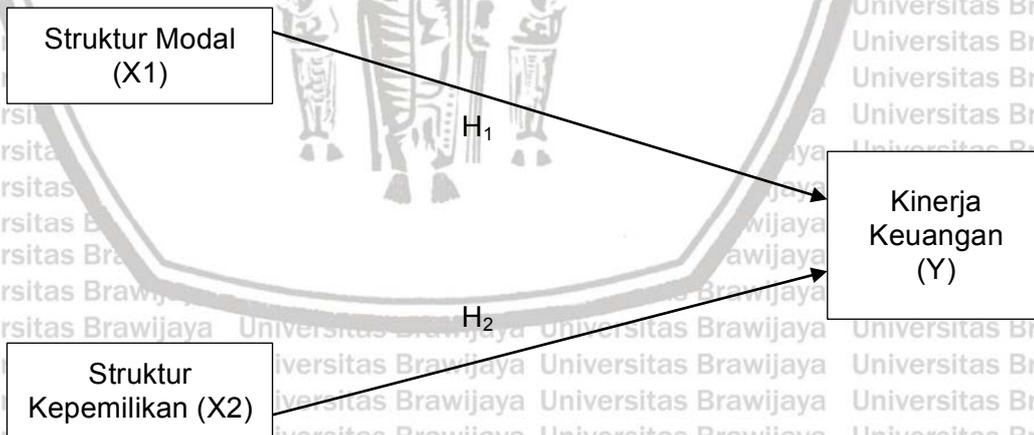
**BAB III
KERANGKA KONSEPTUAL PENELITIAN
DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

3.1 Kerangka Konseptual Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi pengaruh antara struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan perusahaan menggunakan rasio ROA untuk menghitung kinerja keuangan. Untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, maka dilakukan pengolahan data dengan alat analisis yang sesuai dengan jenis datanya.

Selanjutnya data tersebut diolah dengan menggunakan Eviews versi 10. Berikut ini merupakan gambar kerangka konsep penelitian:

**Gambar 3.1
Kerangka Konsep Penelitian**



Keterangan:

Pengaruh antar variabel →



Gambar 3.1 di atas menunjukkan kerangka konsep penelitian dengan beberapa konstruk yang pengambilannya didasari oleh beberapa teori diantaranya teori *trade-off* dan teori agensi. Teori *trade-off* menunjukkan bahwa perumusan struktur modal harus dilakukan dengan mempertimbangkan antara pengorbanan dan besaran manfaat yang diperoleh agar tidak terjadi penurunan kinerja hingga kebangkrutan. Teori ini pula yang mendasari perumusan hipotesis 1 yakni pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan. Variabel kedua didasari oleh teori agensi yang menunjukkan bahwa adanya perbedaan kepentingan yang terjadi diantara agen dan prinsipal sehingga memicu konflik agensi yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Sama halnya dengan hipotesis 2 teori agensi juga mendasari pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan.

3.2 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah dan kerangka konseptual penelitian, hipotesis yang akan dikembangkan dan diuji kebenarannya adalah sebagai berikut:

3.2.1 Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Pengujian struktur modal terhadap kinerja keuangan didasarkan pada teori *trade-off*. Hal ini karena model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak yang muncul atas utang dengan biaya sebagai akibat penggunaan utang tersebut. Utang bisa digunakan untuk menghemat pajak karena biaya bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Biaya bunga berasal dari pinjaman atau utang, sehingga teori ini mengajukan implikasi pada perusahaan agar memiliki alternatif permodalan dengan menggunakan utang.

Pendanaan utang dalam struktur modal dapat membatasi pengeluaran perusahaan yang tidak penting dan memaksa manajer untuk mengoperasikan perusahaan secara lebih efisien. Hal ini berdampak berkurangnya *agency cost* dan terjadi peningkatan kinerja perusahaan (Cao, 2006). Selanjutnya, Zhang (2006) menyatakan bahwa pembiayaan utang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan akan tetapi tidak signifikan. Penelitian Nugrahanti dan Novia (2012) berhasil menemukan pengaruh non-linear struktur modal yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's *q*, artinya struktur modal dapat berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dikarenakan adanya manfaat pajak, tetapi setelah mencapai titik optimal tertentu dapat berpengaruh negatif yang dikarenakan peningkatan penggunaan utang dapat menimbulkan risiko kebangkrutan.

Berdasarkan diskusi teori dan penelitian terdahulu yang telah dibahas di atas maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Struktur modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan

3.2.2 Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Teori agensi menggambarkan penyerahan keputusan oleh pemilik perusahaan atau *principal* kepada manajer selaku agen akan menimbulkan sebuah konflik antar kedua pihak tersebut apabila tindakan yang diambil manajer tidak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan atau pemegang saham.

Perusahaan yang didominasi oleh pemegang saham dalam hal ini pihak institusional, maka akan berdampak meningkatnya kontrol atas perusahaan tersebut. Kontrol atas tindakan manajer dalam menjalankan perusahaan akan dipegang oleh investor institusional, secara otomatis akan berdampak atas pengawasan kegiatan operasional perusahaan yang dituntut sesuai dengan

tujuan institusi. Adanya pemegang saham institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen, dengan adanya kepemilikan oleh institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan-perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi-institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal.

Hal ini berdampak baik positif, sebab manajer tidak memiliki ruang yang luas untuk melakukan tindakan yang mementingkan diri sendiri dan merugikan perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin besar pula peluang manajer meningkatkan kinerja perusahaan dikarenakan adanya pengawasan yang ketat dari investor.

Penelitian serupa yang dilakukan Wening (2009) semakin besar kepemilikan oleh institusional keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan. Berdasarkan pertimbangan dan konteks hubungan antara teori dan penelitian terdahulu yang telah dibahas di atas maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : Struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan

BAB IV METODE PENELITIAN

4.1 Jenis dan Sumber Data Penelitian

Jenis penelitian ini menurut tujuannya adalah penelitian eksplanatif dengan pendekatan kuantitatif yang bertujuan menguji suatu teori atau hipotesis untuk memperkuat ataupun menolak teori atau hipotesis dari hasil penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Penelitian eksplanatif menurut Sugiyono (2006) adalah penelitian yang menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel yang mempengaruhi hipotesis. Penelitian ini berfungsi menjelaskan, meramalkan dan mengontrol suatu gejala sehingga perlu ada minimal dua variabel yang dihubungkan dalam penelitian ini.

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini merupakan data sekunder. Data tersebut berupa laporan keuangan tahunan industri manufaktur yang telah diaudit oleh auditor independen. Populasi berupa perusahaan manufaktur di Indonesia kemudian yang menjadi sampel sebanyak 54 terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2013-2017. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari kinerja keuangan perusahaan, struktur modal dan kepemilikan institusi. Sumber data yang digunakan dalam penelitian yang berupa laporan keuangan tersebut diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, pada situs resmi BEI yaitu www.idx.co.id. Secara detail terkait jenis dan sumber data penelitian ini dijelaskan pada Lampiran 1.

4.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 dan 2017. Sampel

penelitian diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan kriteria atau pertimbangan tertentu dan disesuaikan dengan tujuan atau masalah penelitian (Jogiyanto, 2015). Kriteria pemilihan sampel pada penelitian ini yakni:

1. Perusahaan manufaktur yang berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013 hingga tahun 2017.
2. Perusahaan yang menggunakan rupiah sebagai mata uang saat pelaporan.
3. Perusahaan manufaktur yang menyajikan laporan laba-rugi dengan perolehan laba dan tidak mengalami kerugian selama periode 2013-2017.

Berdasarkan syarat eliminasi metode *purposive sampling* di atas maka dapat diperoleh 54 perusahaan sebagai sampel penelitian dari populasi sebanyak 144 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

4.3 Definisi Operasional

Penelitian ini terdiri dari dua variabel yakni dependen berupa kinerja keuangan perusahaan diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA), variabel independen berupa struktur modal yang diproksikan dengan DER dan struktur kepemilikan institusional.

4.3.1 Kinerja Keuangan

Pengukuran kinerja keuangan banyak memberikan manfaat bagi perusahaan, untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan seperti aset, modal, atau penjualan perusahaan dapat dilakukan dengan menghitung rasio profitabilitas (Pandia, 2012: 39). Profitabilitas dapat diukur menggunakan rasio profitabilitas, terdapat beberapa jenis rasio profitabilitas menurut Sutrisno (2005:222) diantaranya: 1) *Net Profit Margin* (NPM) merupakan kemampuan

perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dibandingkan dengan penjualan yang dicapai; 2) *Return On Assets (ROA)* rasio ini sering disebut juga rentabilitas ekonomis yang merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan semua aset yang dimiliki oleh perusahaan. *Return On Equity (ROE)*. 3) ROE yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki; 4) *Return On Investment (ROI)*. ROI merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan yang akan digunakan untuk menutup investasi yang dikeluarkan. 5) *Earning Per Share (EPS)*. EPS merupakan ukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan per lembar saham yang dimiliki.

Penelitian ini menggunakan *Return on asset (ROA)* dengan alasan merupakan salah satu bentuk dari rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk mengukur kemampuan perusahaan atas keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktivitas yang digunakan untuk aktivitas operasi perusahaan tujuannya untuk menghasilkan laba dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. ROA yang negatif disebabkan laba perusahaan dalam kondisi negatif pula atau rugi. Hal ini menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan secara keseluruhan belum mampu untuk menghasilkan laba. Menurut Brigham dan Houston (2006: 109) *return on asset (ROA)* diperoleh dengan cara membandingkan *net income* terhadap total aset. Vatavu (2015) menggunakan ROA sebagai pengukur kinerja perusahaan yang terdaftar di bursa efek Bucharest Rumania. Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

4.3.2 Struktur Modal

Pemilihan struktur modal dapat mempertimbangkan beberapa faktor, menurut Brigham (2005: 78) dalam melakukan penentuan struktur modal

perusahaan dapat mempertimbangkan beberapa hal berikut: 1) *sales stability*, 2) *assets structure*, 3) *growth rate*, 4) *profitability* 5) *taxes*. Jika dilihat dari definisi struktur modal adalah perbandingan antara total utang perusahaan dengan total ekuitas. Berdasarkan faktor yang dijelaskan oleh Bringham (2005: 80) dan definisi struktur modal maka penelitian ini mengukur struktur modal dengan menggunakan *debt to equity Ratio* (DER). Finky, Liliana, dan Endang (2006) dalam penelitiannya membahas faktor-faktor penentu struktur modal memilih menggunakan DER yang digunakan untuk menghitung tingkat penggunaan utang terhadap ekuitas perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi struktur modal perusahaan dari total utang terhadap total ekuitas yang dimiliki.

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{total utang}}{\text{total ekuitas}}$$

4.3.3 Struktur Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan perbandingan kepemilikan saham yang diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor institusi pada suatu perusahaan. Umumnya institusi bertindak sebagai pihak yang mengawasi perusahaan. Kepemilikan saham institusional ini biasanya merupakan saham yang dimiliki oleh perusahaan lain yang berada didalam maupun diluar negeri serta saham pemerintah dalam maupun luar negeri (Susiana dan Herawati, 2007). Kelebihannya pun sama baik yang di dalam maupun di luar negeri, kepemilikan saham institusi akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd, Perry dan Limbey, 1998). Kepemilikan institusional dihitung dengan rumus sebagai berikut

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham pihak institusi}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

4.4 Metode Analisis Data

Metode analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi model regresi data panel. Analisis regresi data panel dalam penelitian juga dibagi menjadi beberapa bagian yakni dimulai dari analisis data kinerja keuangan perusahaan, analisis data struktur modal dan struktur kepemilikan perusahaan.

Selanjutnya, dijelaskan uji asumsi klasik, analisis regresi model data panel, uji f dan uji t yang dihitung melalui alat bantu perangkat lunak Eviews 10. Berikut ini model persamaan yang digunakan pada penelitian ini:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

Y = Kinerja keuangan

X₁ = Struktur Modal

X₂ = Struktur Kepemilikan Keluarga

α = Konstanta

β₁, β₂ = Koefisien Regresi

ε = Standar Residual

i = entitas ke-i

t = Periode ke-t

Persamaan di atas merupakan model regresi linier berganda dari beberapa variabel bebas dan satu variabel terikat. Estimasi model regresi linier berganda bertujuan untuk memprediksi parameter model regresi yaitu nilai konstanta (α) dan koefisien regresi (β_i). Konstanta biasa disebut dengan intersep dan koefisien regresi biasa disebut dengan slope. Regresi data panel memiliki tujuan yang sama dengan regresi linier berganda, yaitu memprediksi nilai intersep dan slope. Penggunaan data panel dalam regresi akan menghasilkan intersep dan slope yang berbeda pada setiap entitas atau perusahaan dan setiap periode waktu. Model regresi data panel yang akan diestimasi membutuhkan asumsi terhadap intersep, slope dan variabel gangguannya.

Menurut Ghazali dan Ratmono (2013: 381) terdapat beberapa

kemungkinan atas adanya asumsi terhadap intersep, slope dan variabel gangguannya diantaranya:

1. Asumsi bahwa intersep dan slope adalah tetap sepanjang periode waktu dan seluruh entitas/perusahaan. Perbedaan intersep dan slope dijelaskan oleh variabel gangguan (residual).
2. Asumsi bahwa slope adalah tetap tetapi intersep berbeda antar entitas/perusahaan.
3. Asumsi bahwa slope tetap tetapi intersep berbeda baik antar waktu maupun antar individu.
4. Asumsi bahwa intersep dan slope berbeda antar individu.
5. Asumsi bahwa intersep dan slope berbeda antar waktu dan antar individu.

Dari berbagai kemungkinan yang disebutkan di atas kemudian muncul berbagai jenis model dan teknik yang dapat diterapkan pada regresi data panel.

Pada beberapa literatur hanya asumsi pertama sampai ketiga saja yang sering menjadi acuan dalam pembentukan model regresi data panel. Menurut Ghazali dan Ratmono (2013: 381), untuk mengestimasi parameter model dengan data panel, terdapat tiga teknik (model) yang sering ditawarkan, yaitu:

1. Teknik *Common Effect*

Teknik ini adalah teknik yang paling sederhana untuk mengestimasi parameter model data panel, yaitu dengan mengkombinasikan data *cross section* dan *time series* sebagai kesatuan tanpa melihat perbedaan waktu dan entitas (individu). Pendekatan yang sering dipakai adalah metode *Ordinary Least Square* (OLS). Model *Common Effect* mengabaikan perbedaan dimensi individu dan waktu

2. Teknik Efek Tetap (*Fixed Effect*)

Pendekatan teknik *Fixed Effect* mengasumsikan bahwa intersep dari setiap individu adalah berbeda sedangkan slope antar individu adalah tetap (sama). Teknik ini menggunakan variabel dummy untuk menangkap adanya perbedaan intersep antar individu.

3. Teknik Efek Random (*Random Effect*)

Pendekatan yang dipakai dalam *Random Effect* mengasumsikan setiap perusahaan mempunyai perbedaan intersep, yang mana intersep tersebut adalah variabel random atau stokastik. Model ini sangat berguna jika individu (entitas) yang diambil sebagai sampel adalah dipilih secara random dan merupakan wakil populasi. Teknik ini juga memperhitungkan bahwa *error* mungkin berkorelasi sepanjang *cross section* dan *time series*.

4.4.1 Pemilihan Model (Teknik Estimasi) Regresi Data Panel

Pada dasarnya ketiga teknik (model) estimasi data panel dapat dipilih sesuai dengan keadaan penelitian, dilihat dari jumlah individu bank dan variabel penelitiannya. Namun demikian, ada beberapa cara yang dapat digunakan untuk menentukan teknik mana yang paling tepat dalam mengestimasi parameter data panel. Menurut Ghazali dan Ratmono (2013: 390), ada tiga uji untuk memilih teknik estimasi data panel. Pertama, uji chow digunakan untuk memilih antara metode *Commom Effect* atau metode *Fixed Effect*. Kedua, uji Hausman yang digunakan untuk memilih antara metode *Fixed Effect* atau metode *Random Effect*. Ketiga, uji *Lagrange Multiplier* (LM) digunakan untuk memilih antara metode *Commom Effect* atau metode *Random Effect*.

Menurut Ghazali dan Ratmono (2013: 392) menjelaskan bahwa pemilihan metode *Fixed Effect* atau metode *Random Effect* dapat dilakukan dengan pertimbangan tujuan analisis, atau ada pula kemungkinan data yang digunakan

sebagai dasar pembuatan model, hanya dapat diolah oleh salah satu metode saja akibat berbagai persoalan teknis matematis yang melandasi perhitungan.

Penggunaan *software* Eviews, metode *Random Effect* hanya dapat digunakan dalam kondisi jumlah individu perusahaan lebih besar dibanding jumlah koefisien termasuk intersep Ghazali dan Ratmono (2013: 392). Selain itu, menurut beberapa ahli ekonometri dikatakan bahwa, jika data panel yang dimiliki mempunyai jumlah waktu (t) lebih besar dibandingkan jumlah individu (i), maka disarankan menggunakan metode *Fixed Effect*. Sedangkan jika data panel yang dimiliki mempunyai jumlah waktu (t) lebih kecil dibandingkan jumlah individu (i), maka disarankan menggunakan metode *Random Effect*.

a) Uji Chow

Untuk mengetahui model mana yang lebih baik dalam pengujian data panel, bisa dilakukan dengan penambahan variabel dummy sehingga dapat diketahui bahwa intersepanya berbeda dapat diuji dengan uji Chow. Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah teknik regresi data panel dengan metode *Fixed Effect* lebih baik dari regresi model data panel tanpa variabel dummy atau metode *Common Effect*.

Hipotesis nul pada uji ini adalah bahwa intersep sama, atau dengan kata lain model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Common Effect*, dan hipotesis alternatifnya adalah intersep tidak sama atau model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Fixed Effect*.

Nilai Statistik F hitung akan mengikuti distribusi statistik F dengan derajat kebebasan (*deggre of freedom*) sebanyak m untuk numerator dan sebanyak $n - k$ untuk denominator dan m merupakan jumlah restriksi atau pembatasan di dalam model tanpa variabel *dummy*. Jumlah restriksi adalah jumlah individu dikurang satu. n merupakan jumlah observasi dan k merupakan jumlah parameter dalam model *Fixed Effect*. Jumlah observasi (n) adalah jumlah

individu dikali dengan jumlah periode, sedangkan jumlah parameter dalam model *Fixed Effect* (k) adalah jumlah variabel ditambah jumlah individu. Apabila nilai F hitung lebih besar dari F kritis maka hipotesis nul ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect*. Dan sebaliknya, apabila nilai F hitung lebih kecil dari F kritis maka hipotesis nul diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Common Effect*.

b) Uji Hausman

Hausman telah mengembangkan suatu uji untuk memilih apakah metode *Fixed Effect* dan metode *Random Effect* lebih baik dari metode *Common Effect*. Uji Hausman ini didasarkan pada ide bahwa *Least Squares Dummy Variables* (LSDV) dalam metode metode *Fixed Effect* dan *Generalized Least Squares* (GLS) dalam metode *Random Effect* adalah efisien sedangkan *Ordinary Least Squares* (OLS) dalam metode *Common Effect* tidak efisien. Di lain pihak, alternatifnya adalah metode OLS efisien dan GLS tidak efisien. Karena itu, uji hipotesis nulnya adalah hasil estimasi keduanya tidak berbeda sehingga uji Hausman bisa dilakukan berdasarkan perbedaan estimasi tersebut.

Statistik uji Hausman mengikuti distribusi statistik *Chi-Squares* dengan derajat kebebasan (df) sebesar jumlah variabel bebas. Hipotesis nulnya adalah bahwa model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect* dan hipotesis alternatifnya adalah model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect*. Apabila nilai statistik Hausman lebih besar dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Fixed Effect*. Dan sebaliknya, apabila nilai statistik Hausman lebih kecil dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect*.

c) Uji Lagrange Multiplier

Menurut Ghazali dan Ratmono (2013: 381) untuk mengetahui apakah model *Random Effect* lebih baik dari model *Common Effect* digunakan *Lagrange Multiplier* (LM). Uji Signifikansi *Random Effect* ini dikembangkan oleh Breusch-Pagan. Pengujian didasarkan pada nilai residual dari metode *Common Effect*.

Uji LM ini didasarkan pada distribusi *Chi-Squares* dengan derajat kebebasan (*df*) sebesar jumlah variabel independen. Hipotesis nulnya adalah bahwa model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Common Effect*, dan hipotesis alternatifnya adalah model yang tepat untuk regresi data panel adalah *Random Effect*. Apabila nilai LM hitung lebih besar dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Random Effect*. Dan sebaliknya, apabila nilai LM hitung lebih kecil dari nilai kritis *Chi-Squares* maka hipotesis nul diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *Common Effect*.

4.4.2 Uji Statistik Deskriptif

Data yang telah terkumpul kemudian diproses dengan cara menganalisis secara kuantitatif dengan alat statistic. Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, *kurtosis* dan *skewness* (kemencengan distribusi) (Ghozali, 2009:19).

Data panel adalah regresi yang menggabungkan data *time series* dan data *cross section* (Ghazali dan Ratmono, 2013: 381). Ada beberapa keuntungan yang diperoleh dengan menggunakan estimasi data panel. Pertama, meningkatkan jumlah obeservasi (sampel), dan kedua, memperoleh variasi antar unit yang berbeda menurut ruang dan variasi menurut waktu. Menurut Gujarati (2012: 76) data panel sedikit terjadi kolinearitas antar variabel sehingga sangat

kecil kemungkinan terjadi multikolinearitas. Berdasarkan uraian tersebut asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian adalah uji autokorelasi dan uji heterokedastisitas.

Menggunakan aplikasi Eviews versi 10 hasil yang digambarkan berupa ukuran numerik. Uji statistik dekriptif pada penelitian ini akan menggambarkan data yang diteliti. Semua data tersebut kemudian dideskripsikan menjadi nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, minimum dan maksimum dengan menggunakan Eviews versi 10.

4.4.3 Uji Regresi Model Data Panel

Regresi data panel memberikan alternatif model, *Common Effect*, *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Model *Common Effect* dan *Fixed Effect* menggunakan pendekatan *Ordinary Least Squared* (OLS) dalam teknik estimasinya, sedangkan *Random Effect* menggunakan *Generalized Least Squares* (GLS) sebagai teknik estimasinya. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam regresi linier dengan pendekatan *Ordinary Least Squared* (OLS) meliputi uji Linieritas, Autokorelasi, Heteroskedastisitas, Multikolinieritas dan Normalitas. Walaupun demikian, tidak semua uji asumsi klasik harus dilakukan pada setiap model regresi linier dengan pendekatan OLS.

Uji linieritas hampir tidak dilakukan pada setiap model regresi linier. Karena sudah diasumsikan bahwa model bersifat linier. Kalaupun harus dilakukan semata-mata untuk melihat sejauh mana tingkat linieritasnya. Autokorelasi hanya terjadi pada data *time series*. Pengujian autokorelasi pada data yang tidak bersifat *time series* (*cross section* atau panel) akan sia-sia semata atau tidaklah berarti. Multikolinieritas perlu dilakukan pada saat regresi linier menggunakan lebih dari satu variabel bebas. Jika variabel bebas hanya satu, maka tidak mungkin terjadi multikolinieritas.

Heteroskedastisitas biasanya terjadi pada data *cross section*, dimana data panel lebih dekat ke ciri data *cross section* dibandingkan *time series*. Uji normalitas pada dasarnya tidak merupakan syarat BLUE (*Best Linier Unbias Estimator*) dan beberapa pendapat tidak mengharuskan syarat ini sebagai sesuatu yang wajib dipenuhi. Dari penjelasan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa pada regresi data panel, tidak semua uji asumsi klasik yang ada pada metode OLS dipakai, hanya multikolinieritas dan heteroskedastisitas saja yang diperlukan. Akan tetapi pada bab pembahasan akan ditampilkan uji asumsi klasik secara lengkap agar informasi yang disampaikan lebih akurat.

4.4.4 Uji Multikolinieritas

Regresi data panel tidak sama dengan model regresi linier, oleh karena itu pada model data panel perlu memenuhi syarat terbebas dari pelanggaran asumsi-asumsi dasar (asumsi klasik). Meskipun demikian, adanya korelasi yang kuat antara variabel bebas dalam pembentukan sebuah model (persamaan) sangatlah tidak dianjurkan terjadi, karena hal itu akan berdampak kepada keakuratan pendugaan parameter, dalam hal ini koefisien regresi, dalam memperkirakan nilai yang sebenarnya. Korelasi yang kuat antara variabel bebas dinamakan *multikolinieritas*.

Korelasi antara variabel-variabel bebas menjadikan interpretasi koefisien-koefisien regresi menjadi tidak benar. Meskipun demikian, bukan berarti korelasi yang terjadi antara variabel-variabel bebas tidak diperbolehkan, hanya kolinieritas yang sempurna (*perfect collinierity*) saja yang tidak diperbolehkan, yaitu terjadinya korelasi linier antara sesama variabel bebasnya. Sedangkan untuk sifat kolinier yang hampir sempurna (hubungannya tidak bersifat linier atau korelasi mendekati nol) masih diperbolehkan atau tidak termasuk dalam pelanggaran asumsi.

Ada beberapa cara untuk mengidentifikasi adanya *multikolinieritas*, dan cara yang paling mudah adalah dengan mencari nilai koefisien korelasi antar variabel bebas. Koefisien korelasi antara dua variabel yang bersifat kuantitatif dapat menggunakan *coefficient correlation pearson*, dengan rumus sebagai berikut: Dimana X_i dan Y_i adalah variabel bebas yang akan dicari nilai koefisien korelasinya dan n adalah jumlah data dari kedua variabel bebas tersebut. Nilai mutlak dari koefisien korelasi besarnya dari nol sampai satu. Semakin mendekati satu, maka dapat dikatakan semakin kuat hubungan antara kedua variabel tersebut dan artinya semakin besar kemungkinan terjadinya *multikolinieritas*.

4.4.5 Uji Heteroskedastisitas

Regresi data panel tidak sama dengan model regresi linier, oleh karena itu pada model data panel perlu memenuhi syarat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) atau terbebas dari pelanggaran asumsi-asumsi dasar (asumsi klasik). Jika dilihat dari ketiga pendekatan yang dipakai, maka hanya uji heteroskedastisitas saja yang relevan dipakai pada model data panel.

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah residual dari model yang terbentuk memiliki varians yang konstan atau tidak. Suatu model yang baik adalah model yang memiliki varians dari setiap gangguan atau residualnya konstan. Heteroskedastisitas adalah keadaan dimana asumsi tersebut tidak tercapai, dengan kata lain dimana adalah ekspektasi dari error dan adalah varians dari error yang berbeda tiap periode waktu.

Dampak adanya heteroskedastisitas adalah tidak efisiennya proses estimasi, sementara hasil estimasinya tetap konsisten dan tidak bias. Eksistensi dari masalah heteroskedastisitas akan menyebabkan hasil Uji- t dan Uji-F menjadi tidak berguna (*miss leading*).

Ada beberapa metode yang dapat digunakan untuk mendeteksi heteroskedastisitas, tetapi dalam penelitian ini hanya akan dilakukan dengan menggunakan *White Heteroskedasticity Test* pada *consistent standard error & covariance*. Hasil yang diperlukan dari hasil uji ini adalah nilai F dan $Obs \cdot R^2$, dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Homoskedasticity*

H_1 : *Heteroskedasticity*

Perbandingan antara nilai $Obs \cdot R^2$ dan nilai tabel dengan tingkat kepercayaan tertentu dan derajat kebebasan. Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2009: 125). Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang berjenis homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas timbul apabila nilai residual dari model tidak memiliki varians yang konstan berarti setiap observasi mempunyai reliabilitas yang berbeda-beda akibat perubahan kondisi yang melatarbelakangi tidak terangkum dalam model. Gejala ini sering terjadi pada data *cross section* (Gujarati, 2012: 402), sehingga sangat dimungkinkan terjadi heteroskedastisitas pada data panel. Implikasi terjadi autokorelasi dan heteroskedastisitas pada data panel dapat diperbaiki dengan model *Cross-section SUR*. Apabila model data panel mengalami heteroskedastisitas tanpa autokorelasi dapat diatasi dengan model *Cross-section Weight*.

4.4.6 Uji Kelayakan (*Goodness of Fit*) Model Regresi Data Panel

Uji kelayakan dilakukan agar dapat diketahui ketepatan regresi pada suatu penelitian. Menurut Ghozali (2012: 8) perhitungan statistik disebut

signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana H_0 ditolak) dan sebaliknya jika perhitungan tersebut dikatakan tidak signifikan apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah dimana H_0 diterima. Berikut ini merupakan uji-uji yang dilakukan pada penelitian ini.

4.4.6.1 Uji Hipotesis

Menurut Ghazali (2016: 65) uji hipotesis berguna untuk menguji signifikansi koefisien regresi yang didapat. Artinya, koefisien regresi yang didapat secara statistik tidak sama dengan nol, karena jika sama dengan nol maka dapat dikatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menyatakan variabel bebas mempunyai pengaruh terhadap variabel terikatnya. Untuk kepentingan tersebut, maka semua koefisien regresi harus diuji. Ada dua jenis uji hipotesis terhadap koefisien regresi yang dapat dilakukan, yaitu:

1. Uji-F

Uji-F diperuntukkan guna melakukan uji hipotesis koefisien (*slope*) regresi secara bersamaan, dengan kata lain digunakan untuk memastikan bahwa model yang dipilih layak atau tidak untuk menginterpretasikan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

2. Uji-t

Jika Uji-F dipergunakan untuk menguji koefisien regresi secara bersamaan, maka Uji-t digunakan untuk menguji koefisien regresi secara individu. Pengujian dilakukan terhadap koefisien regresi populasi, apakah sama dengan nol, yang berarti variabel bebas tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel terikat, atau tidak sama dengan nol, yang berarti variabel bebas mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel terikat.

Uji Statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significan level* 0,05 atau

$\alpha=5\%$. Jika nilai signifikansi $< 0,05$ maka hipotesis diterima, yang berarti koefisien regresi signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial suatu variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen dan sebaliknya.

4.4.6.2 Koefisien Determinasi

Koefisien Determinasi (*Goodness of Fit*) dinotasikan dengan R^2 (*squares*) yang merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi, karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi. Nilai Koefisien Determinasi mencerminkan seberapa besar variasi dari variabel terikat dapat diterangkan oleh variabel bebasnya. Bila nilai Koefisien Determinasi sama dengan 0, artinya variasi dari variabel terikat tidak dapat diterangkan oleh variabel-variabel bebasnya sama sekali. Sementara bila nilai Koefisien Determinasi sama dengan 1, artinya variasi variabel terikat secara keseluruhan dapat diterangkan oleh variabel-variabel bebasnya. Dengan demikian baik atau buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh R^2 -nya yang mempunyai nilai antara nol dan satu. Sesuai dengan tujuan adanya pengukuran koefisien determinasi yakni untuk mendeteksi ketepatan yang paling baik dalam analisis regresi adalah jika R^2 semakin besar mendekati 1 (satu) maka model semakin tepat (Augusty, 2006: 32).

BAB V HASIL DAN PEMBAHASAN

5.1 Gambaran Umum Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2013-2017. Sumber data diambil dari laporan tahunan (*annual report*) yang di publikasi pada *website* masing-masing perusahaan maupun *website* BEI. Penelitian ini hanya mengamati data sesuai variabel yang akan diteliti yakni ikhtisar keuangan perusahaan pada suatu periode yang diantaranya memuat beberapa rasio, termasuk rasio yang digunakan pada penelitian ini berupa rasio DER yang mencerminkan prosentase struktur modal. Ikhtisar keuangan perusahaan juga memuat rasio ROA yang digunakan penelitian ini untuk memproksikan kinerja perusahaan. Bagian lain dari laporan tahunan yang diamati adalah ikhtisar kepemilikan saham, tujuannya untuk mengamati besaran kepemilikan institusional perusahaan tersebut. Data tersebut dianalisis dengan menggunakan metode analisis regresi model panel data dengan menggunakan aplikasi Eviews 10.

Berdasarkan hasil dari beberapa pengujian seperti statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji regresi linier berganda dibahas pada bab ini. Berikutnya, terkait dengan analisis dan pembahasan atas interpretasi hasil beberapa uji dari pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan juga dibahas pada bab ini. Sampel penelitian ini dipilih menggunakan metode *purposive sampling* yang dipilih berdasarkan ketentuan tertentu. Adapun sample yang dipilih adalah industri atau perusahaan manufaktur sebanyak 54 industri

terpilih yang didasarkan pada pertimbangan bahwa perusahaan tersebut selain terdaftar pada BEI juga dianggap sudah memenuhi kriteria kinerja keuangan karena sudah diaudit oleh auditor independent. Secara garis besar, pemilihan sampel dilakukan dengan memilih perusahaan yang sesuai dengan kriteria yang ditetapkan pada Tabel 5.1.

Tabel 5.1
Prosedur Pengurangan Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumlah Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017	144
Perusahaan manufaktur yang tidak berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013 hingga tahun 2017	(22)
Perusahaan yang tidak menggunakan rupiah sebagai mata uang saat pelaporan	(7)
Perusahaan yang mengalami kerugian pada tahun 2013-2017	(56)
Data pada laporan yang tidak tersedia lengkap	(5)
Total sampel	54 x 5 = 270

Berdasarkan ketentuan pemilihan sampel maka diperoleh total sampel sebanyak 54 perusahaan pada sektor manufaktur dengan lama periode dari tahun 2013 hingga 2017. Data yang terkumpul berdasarkan banyak perusahaan dan periode penelitian (*panel data*) adalah 270 yang diperoleh dari lama periode sebanyak 5 dikali 54 perusahaan.

5.2 Hasil

Analisis awal dalam hasil dan pembahasan ini adalah dilakukan analisis deskriptif. Analisis ini dilakukan dalam mendeskripsi awal mengenai beberapa variabel dan karakteristik sampel penelitian yang dilakukan. Deskripsi berupa rata-rata, minimum, maksimum, dan nilai deviasi standar dari masing-masing variabel dependen dan independen. Selanjutnya, terkait dengan hasil statistik

deskriptif sebagai landasan dalam memahami data penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 5.2
Statistik Deskriptif

	Struktur Modal	Kepemilikan Institusional	Kinerja Keuangan
Mean	0,927452	0,652439	0,105960
Median	0,670527	0,702000	0,071161
Maximum	7,396443	0,997300	1,305996
Minimum	0,023243	0,018000	0,005253
Std. Dev.	0,987034	0,252416	0,139318
Observations	270	270	270

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan Tabel 5.2 menjelaskan hasil statistik deskriptif terkait dengan variabel struktur modal, kepemilikan institusional, dan kinerja keuangan sebagai variabel yang fokus dikaji dalam penelitian ini. Tabel tersebut juga menginformasikan bahwa variabel struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2013-2017 memiliki nilai minimum sebesar 0,023243 atau 1 kali, nilai maksimum sebesar 7,396443 atau 7,5 kali dan rata-rata sebesar 0,927452 dengan deviasi standar sebesar 0,987034.

Berdasarkan pengamatan, tidak ada perusahaan yang struktur modalnya murni berasal dari ekuitas, hal ini dibuktikan dari nilai minimum variabel struktur modal yang di proksikan rasio DER. Rasio ini membandingkan total utang dengan total ekuitas perusahaan meskipun hanya sebesar 0,023243 atau 1 kali atas rasio hutang terhadap ekuitasnya.

Kepemilikan institusional (saham yang dimiliki oleh Perseroan Terbatas, Bank, Asuransi baik lokal maupun asing) memiliki nilai minimum sebesar 0,018000 atau 1,8%, nilai maksimum sebesar 0,997300 atau 99,7% dan rata-rata sebesar 0,652439 atau 65,2% dengan deviasi standar sebesar 0,252416. Artinya bahwa rata-rata perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI didominasi jenis kepemilikan institusional dengan nilai 65,2% atau lebih dari 50%. Hal ini juga

menjelaskan bahwa nilai rata-rata perusahaan manufaktur terkait dengan kepemilikan institusional selain institusional pemerintah maupun manajerial tidak mendominasi. Kondisi ini menunjukkan pula perusahaan manufaktur rata-rata kepemilikan institusionalnya di atas 50%, yang artinya pemegang kepemilikan saham eksternal lebih mendominasi. Hasil berikutnya menunjukkan variabel kinerja keuangan memiliki nilai minimum sebesar 0,005253 atau 0,5%, nilai maksimum sebesar 1,305996 dan rata-rata 0,105960 dengan deviasi standar sebesar 0,139318.

5.3 Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi menggunakan alat bantu SPSS berbeda dengan Eviews, pemilihan model estimasi harus dilakukan untuk mengetahui model yang tepat ketika mengelola data panel. Menurut Widarjono (2007: 258), ada tiga uji untuk memilih teknik estimasi data panel. Pertama, uji statistik F digunakan untuk memilih antara metode *Commom Effect* atau metode *Fixed Effect*. Kedua, uji Hausman yang digunakan untuk memilih antara metode *Fixed Effect* atau metode *Random Effect*. Ketiga, uji *Lagrange Multiplier* (LM) digunakan untuk memilih antara metode *Commom Effect* atau metode *Random Effect*.

5.3.1 Uji Chow

Uji ini dilakukan untuk memilih model yang tepat diantara *common effect* dan *fixed effect*. Dasar penolakan terhadap hipotesis diatas adalah dengan membandingkan perhitungan F-statistik dengan F-tabel. Perbandingan dipakai apabila hasil F hitung lebih besar ($>$) dari F tabel maka H_0 ditolak yang berarti model yang paling tepat digunakan adalah *common effect model*. Begitupun sebaliknya, jika F hitung lebih kecil (\leq) dari F tabel maka H_0 diterima dan model yang digunakan adalah *fixed effect model* (Widarjono, 2009). Hasil pengolahan

yang dilakukan, maka dihasilkan nilai Prob. sebesar $0,0000 < 0,05$. Artinya H_0 diterima atau model *fixed effect* merupakan model yang tepat untuk melakukan analisis regresi data panel. Secara lebih jelas terkait dengan hal tersebut diperlihatkan pada Tabel 5.3.

Tabel 5.3
Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6,254398	(53,214)	0,0000
Cross-section Chi-square	252.637875	53	0,0000

Sumber: Data diolah (2018)

5.3.2 Uji Hausman

Pemilihan model antara *random effects* dan *fixed effects* menggunakan pertimbangan statistik *Chi-Square* (Gujarati, 2004:651) yang sering disebut dengan *Hausman test*. Statistik uji Hausman mengikuti distribusi statistik *Chi-Squares* dengan derajat kebebasan (*df*) sebesar jumlah variabel bebas. H_0 menyatakan model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *random effect* dan hipotesis alternatifnya H_1 adalah model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *fixed effect*.

Apabila nilai statistik Hausman lebih besar dari nilai kritis *Chi-Squares* maka H_0 ditolak yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *fixed effect*. Begitu pula sebaliknya, apabila nilai statistik Hausman lebih kecil dari nilai kritis *Chi-Squares* maka H_0 diterima yang artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *random effect*. Terkait dengan hasil uji Hausman dapat dilihat pada Tabel 5.4.

Tabel 5.4
Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1,530017	2	0,4653

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan Tabel 5.4 di atas dapat diketahui nilai Prob. sebesar $0,4653 > 0,05$.

Kondisi ini berarti H_0 diterima atau model *random effect* merupakan model yang tepat untuk melakukan regresi model panel data.

5.4 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang digunakan dalam regresi linier dengan pendekatan *Ordinary Least Squared* (OLS) yang terdiri dari beberapa uji diantaranya uji Linieritas, Normalitas, Autokorelasi, Multikolinieritas dan Heteroskedastisitas.

Meskipun begitu tidak semua uji asumsi klasik harus dilakukan pada setiap model regresi linier dengan pendekatan OLS. Tidak semua uji dilakukan pada penelitian ini, diantaranya beberapa uji yang dilakukan untuk menguji asumsi klasik adalah Normalitas, Autokorelasi, Multikolinieritas dan Heteroskedastisitas.

5.4.1 Uji Normalitas

Uji normalitas pada dasarnya tidak merupakan syarat BLUE (Best Linier Unbias Estimator) dan beberapa pendapat tidak mengharuskan syarat ini sebagai sesuatu yang wajib dipenuhi. Uji normalitas yang dilakukan dalam pengujian menggunakan aplikasi Eviews 10. Residual dikatakan memiliki distribusi normal apabila nilai signifikan dari *Jarque-Bera* diatas 5% dan tidak terdistribusi secara normal jika signifikan nilai *Jarque-Bera* dibawah 5%. Adapun hasil pengujian data ditunjukkan pada Tabel 5.5.

Tabel 5.5
Hasil Uji Normalitas

Nilai Jarque- Bera	Prob	Kesimpulan
16816,17	0,0000	Tidak terdistribusi normal

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan pengujian normalitas pada Tabel di atas menunjukkan bahwa nilai residual dari persamaan regresi model panel data tidak terdistribusi normal karena nilai Prob berada di bawah 5%. Untuk melakukan uji ini supaya sesuai dengan asumsi yang diharapkan, maka perlu dilakukan penormalan nilai residual dengan menggunakan *log transformation*. Transformasi ini dilakukan pada variabel terikatnya, yaitu kinerja keuangan perusahaan. Selanjutnya, hasil transformasi log tersebut dapat dilihat pada Tabel 5.6.

Tabel 5.6
Hasil Uji Normalitas (Log)

Nilai Jarque- Bera	Prob	Kesimpulan
2,023746	0,363537	Terdistribusi normal

Sumber: Data diolah (2018)

Hasil pengujian normalitas kedua dengan menggunakan *log transformation* pada seluruh variabel, nilai signifikan dari *Jarque-Bera* diatas 5% sehingga penelitian ini berdistribusi normal.

5.4.2 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji ada atau tidak korelasi antar anggota sampel. Selain menggunakan Durbin Watson, autokorelasi dapat pula diuji dengan Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test. Syarat agar terbebas dari autokorelasi yakni nilai probabilitas $> 0,05$. *Obs*R-Square* pada uji autokorelasi menunjukkan nilai sebesar $95,90463 > 0,05$, artinya dalam model ini tidak ada masalah autokorelasi. Berikut ini adalah hasil uji autokorelasi yang ditunjukkan pada tabel 5.7:

Tabel 5.7
Hasil Uji Autokorelasi

F-statistic	72,99082
Obs*R-squared	95,90463

Sumber: Data diolah (2018)

5.4.3 Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas terjadi ketika satu atau lebih variabel independen memiliki hubungan dengan variabel independen lainnya. Dengan kata lain satu atau lebih variabel independen merupakan satu fungsi linear dari variabel independen lainnya. Salah satu cara untuk menganalisis keberadaan multikolinieritas dalam penelitian ini dengan melihat nilai *Correlation Matrix* menggunakan alat bantu Eviews 10. Suatu data dapat dikatakan terbebas dari gejala multikolinieritas jika nilai *correlation* antar variabel independen lebih kecil dari 0,8 (*correlation* <0,8) (Widarjono, 2013). Adapun hasil uji multikolinieritas ditunjukkan pada Tabel 5.8.

Tabel 5.8
Hasil Uji Multikolinieritas

	X1	X2
X1	1,000000	0,020727
X2	0,020727	1,000000

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan Tabel 5.8 di atas menunjukkan bahwa korelasi ditunjukkan dengan nilai 0,020727 yang artinya syarat *correlation* <0,8 terpenuhi maka dalam regresi model panel data ini terbebas dari masalah multikolinieritas.

5.4.4 Uji Heterokedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan uji untuk mengetahui pelanggaran dari asumsi homoskedastisitas. Konsekuensi dari adanya heteroskedastisitas dalam sistem persamaan adalah penaksiran tidak lagi mempunyai varians yang minimum. Uji yang dapat dilakukan untuk mengetahui ada atau tidak gejala heteroskedastisitas pada penelitian ini adalah dengan melakukan pengujian *white heteroskedasticity no cross term*. Syaratnya, dikatakan memiliki signifikansi apabila $\text{prob}^*R < 0,05$ maka model tersebut mengandung heteroskedastisitas,

Sebaliknya, apabila signifikansi dari $\text{prob}^*R > 0,05$ maka model tersebut tidak mengandung heteroskedastisitas. Hasil dari pengujian heterokedastisitas pada penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 5.9.

Tabel 5.9
Hasil Uji Heterokedastisitas

F-statistic	0,205108
Obs*R-squared	0,414188

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan Tabel 5.9 $\text{Obs}^*R\text{-squared} > 0,05$ yang diuji menggunakan *white no cross term* sebesar 0,414188 lebih besar daripada 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada masalah heterokedastisitas.

5.5 Uji Kelayakan (*Goodness of Fit*)

5.5.1 Uji Hipotesis

Uji hipotesis bertujuan untuk menolak ataupun menerima hipotesis (Ghozali, 2016: 65). Terdapat dua jenis uji hipotesis terhadap koefisien regresi,

yaitu:

a. Uji F

Uji F dilakukan untuk menguji apakah model yang digunakan signifikan atau tidak, sehingga dapat dipastikan model tersebut layak digunakan untuk memprediksi pengaruh variabel bebas secara simultan terhadap variabel terikat.

Kriteria pengujianya adalah jika $F\text{statistik} > F\text{tabel}$ atau $\text{sig} < 0,05$. Apabila telah memenuhi kriteria maka model dapat digunakan untuk melakukan estimasi dan dapat dilanjutkan.

Tabel 5.10
Uji F

F-statistic	3,945491
Prob(F-statistic)	0,020772

Sumber: Data diolah (2018)

b. Uji t

Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t. Uji t ini dilakukan untuk melihat pengaruh dari masing-masing variabel independen antara individu atau parsial terhadap variabel dependen (Widarjono, 2013). Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas signifikansi, jika nilai probabilitas $< 0,05$ maka variabel bebas (individu) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat, begitu pula sebaliknya. Berikut hasil uji t yang ditunjukkan pada tabel 5.11.

Tabel 5.11
Hasil Uji t

Variabel	Prob.
Struktur modal	0,0385
Kepemilikan Institusional	0,0625

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan hasil Uji t, dimana pada tabel 5.11 nilai probabilitas variabel struktur modal ditunjukkan dengan nilai $0,0385 < 0,05$ yang artinya struktur modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Variabel kepemilikan institusional menunjukkan bahwa nilai prob $0,0625 > 0,05$ yang artinya kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan.

Tabel 5.12
Koefisien Regresi

Variabel	Koefisien Regresi
X1 Struktur modal	-1,047672
X2 Kepemilikan institusional	2,532330

Sumber: Data diolah (2018)

Nilai koefisien regresi menyatakan arah hubungan yang terjadi antara variabel independen dengan variabel dependen. Arah hubungan yang terjadi bisa berupa positif ataupun negatif tergantung pada nilai koefisien regresi. Pada tabel 5.12 menunjukkan hubungan variabel struktur modal dan kinerja keuangan adalah negatif artinya bila nilai variabel bebas (X1) bertambah 1 persen, maka

nilai variabel independen (Y) akan turun sebesar 1 persen. Implikasinya pada perusahaan yakni ketika perusahaan meningkatkan struktur modal berupa utang maka akan mengakibatkan menurunnya kinerja perusahaan. Berdasarkan teori *trade off* hubungan struktur modal dengan kinerja perusahaan adalah positif, akan tetapi hanya pada batas tertentu saja. Batas tersebut dinilai dari besaran manfaat yang diperoleh dari keuntungan pajak harus lebih besar dari biaya kepaillitan dan biaya keagenen. Oleh sebab itu, nilai koefisien ini pada intinya sejalan dengan teori *trade off* yang memperkenankan suatu perusahaan memiliki struktur modal berupa pinjaman dengan syarat penggunaan utang tidak melampaui batas manfaat yang diperoleh seperti yang dijelaskan sebelumnya.

Variabel bebas kedua berupa struktur kepemilikan institusional yang menunjukkan hubungan positif terhadap kinerja perusahaan. Artinya setiap kali persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh lembaga instisusi baik asing maupun local akan meningkatkan kinerja perusahaan. Akan tetapi penelitian ini menunjukkan hasil uji t berupa pengaruh kepemilikan institusional yang tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Meskipun persentase pemiliki saham oleh institusional bertambah tidak mempengaruhi kinerja perusahaan manufaktur.

5.5.2 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (*Goodness of Fit*) dinotasikan dengan *R-squares* yang merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi. Nilai Koefisien determinasi mencerminkan seberapa besar variasi dari variabel terikat dapat diterangkan oleh variabel bebasnya. Bila nilai Koefisien Determinasi sama dengan 0, artinya variasi dari variabel terikat tidak dapat diterangkan sama sekali oleh variabel-variabel bebasnya. Apabila nilai Koefisien determinasi sama dengan 1, artinya variasi variabel terikat secara keseluruhan dapat diterangkan oleh variabel-variabel bebasnya. Berdasarkan hasil olahan data tersebut dapat

disimpulkan bahwa baik atau buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh nilai R -squares yang mempunyai besaran antara nol dan satu ($0 < R^2 < 1$).

Besaran koefisien determinasi akan ditunjukkan pada Tabel 5.12.

Tabel 5.13
Uji Koefisien Determinasi

Adjusted R-squared	0,097692
--------------------	----------

Sumber: Data diolah (2018)

Berdasarkan Tabel 5.12 adjusted R-squared dengan nilai 0,097692 yang menunjukkan bahwa proporsi pengaruh variabel struktur modal dan kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan sebesar 9,7%. Hal ini berarti variabel bebas dalam penelitian ini, yaitu variabel struktur modal dan kepemilikan institusional, mampu menjelaskan terhadap model regresi panel data yang dibangun hanya sebesar 9.7%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel selain keduanya, yaitu sebesar 90.3%. Besaran nilai koefisien determinasi (*goodness of fit*) sebuah model regresi semakin besar semakin baik. Merujuk pada tujuan penelitian yang disebutkan pada bab pendahuluan yakni untuk mengetahui pengaruh atau tidaknya antara variabel dependen dengan variabel independen bukan besaran nilai pengaruh dari kedua variabel tersebut.

5.6 Pembahasan

Bagian ini merupakan pembahasan dan interpretasi hasil analisis data yang telah dijelaskan sebelumnya dan disesuaikan dengan hipotesis yang telah diajukan atau ditetapkan sebelumnya. Secara lebih mendetail dapat dilakukan sebagai berikut:

5.6.1 Struktur Modal Berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil uji parsial atau t-test, bahwa dengan nilai probabilitas pada tabel 5.11, variabel struktur modal yang menggunakan *debt to equity ratio* sebagai proksi menunjukkan adanya pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Nilai probabilitas *debt to equity ratio* (DER) bertanda positif sebesar 0,0385 dan nilai ini signifikan pada level 5%. Nilai tersebut menunjukkan bahwa hipotesis 1 diterima. Temuan ini menjelaskan bahwa dengan meningkatnya struktur modal pada setiap perusahaan manufaktur yang diamati, ternyata meningkatkan terhadap kinerja keuangan.

Secara empiris, bahwa perubahan struktur modal yang mempengaruhi terhadap struktur produksi perusahaan yang mengakibatkan terjadinya perubahan biaya maupun aset, maka akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan itu sendiri. Sejalan dengan penelitian En Hsu (2011), Bougheas (2004) dan Singh dan Faircloth (2005), yang menyebutkan bahwa struktur modal yang diproksikan dengan rasio DAR berpengaruh terhadap *research and development investment*.

Secara teoritis menurut teori *trade-off* yang menjelaskan bahwa peningkatan rasio utang pada struktur modal akan meningkatkan nilai total perusahaan sebesar tarif pajak dikali dengan jumlah utang. Teori ini memberikan gagasan mengenai seberapa banyak dana yang sebaiknya didapat dari utang dibanding dengan jumlah ekuitas yang dimiliki perusahaan sehingga dapat tercapai keseimbangan antara biaya dan perolehan keuntungan. Gagasan tersebut dapat mendorong optimalisasi upaya peminjaman modal melalui utang agar tidak terlampaui tinggi ataupun sebaliknya.

Hasil estimasi penggunaan utang yang terlalu tinggi akan berdampak pada kinerja karena keputusan struktur modal merupakan bentuk strategi pendanaan yang bisa diperoleh salah satunya dengan cara utang. Jika suatu

perusahaan memiliki kewajiban membayar utang, maka muncul pula kewajiban yang melekat didalamnya yakni membayar beban bunga pinjaman. Beban bunga pinjaman merupakan pengurang besaran laba kena pajak. Berbeda dengan pembayaran dividen merupakan kewajiban perusahaan yang harus dibayarkan kepada pemegang saham ini tidak dapat menjadi pengurang laba kena pajak.

Struktur modal juga berkaitan langsung dengan kegiatan operasional perusahaan manufaktur yakni proses produksi. Suatu proses produksi pasti memiliki tujuan untuk mendapatkan laba atau profit yang dirumuskan dengan pengurangan total pendapatan dan total biaya atas proses produksi. Perusahaan yang terlalu tinggi dalam pengambilan utang, akan meningkatkan resiko kebangkrutan. Munculnya resiko kebangkrutan memberikan sinyal negatif yang akan ditangkap oleh para investor bahwa perusahaan tersebut sedang dalam kinerja yang buruk. Kondisi kinerja perusahaan mempengaruhi keputusan investor untuk melakukan proses investasi di perusahaan tersebut. Sejalan dengan pernyataan Cao (2006) jika biaya keagenan (*agency cost*) berkurang maka selanjutnya kinerja perusahaan diharapkan akan meningkat.

Berbanding lurus dengan tingkat utang, semakin tinggi pula biaya keagenan yang akan muncul (Bringham, dan Ehrhardt, 2005: 590). Biaya keagenan muncul dalam wujud biaya pengawasan yang dilakukan oleh *principal* terhadap *agent* dikarenakan ketidakakuratan agen dalam menyusun strategi modal sehingga estimasi utang terlalu tinggi (*overhelmed*). Bisa saja pemberi utang akan meningkatkan suku bunga pinjamannya agar mereka mendapatkan garansi (*guarantee*) atas pinjaman yang diberikan pada perusahaan tidak akan mengalami lagi gagal bayar hingga bahkan terjadinya kebangkrutan.

5.6.2 Pengaruh Kepemilikan institusional Terhadap Kinerja Keuangan

Kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur menunjukkan nilai probabilitas pada Tabel 5.11. Melalui koefisien regresi kepemilikan institusional bernilai 0,0625 ini tidak signifikan pada level alpha sebesar 5%, akan tetapi dengan tingkat keyakinan 90% pada alpha sebesar 10% signifikan, dimana H_0 diterima. Dengan demikian, hipotesis 2 yang menyatakan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan pada alpha 5%, sehingga hipotesis 2 dalam model persamaan regresi panel data ditolak. Kondisi ini secara empiris, hampir pada semua perusahaan yang menjadi objek penelitian yaitu sejumlah 54 perusahaan, secara umum tidak terjadi perubahan kepemilikan secara signifikan. Artinya kepemilikan institusional terhadap saham perusahaan manufaktur tidak banyak berubah pada periode pengamatan, yaitu tahun 2013-2016. Hal ini juga sejalan dengan hasil penelitian dari En hsu (2011) dan Graves (1990) yang menunjukkan tidak adanya pengaruh atas kepemilikan institusional terhadap R&D *investment*.

Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Nugrahanti dan Nova (2012) dengan Hastuti (2005) menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja perbankan. Demikian juga, dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bhattacharya dan Graham (2007) yang menemukan bahwa investor institusional yang kemungkinan melakukan investasi serta hubungan bisnis dengan perusahaan, memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan dan dampaknya sangat signifikan dibandingkan dengan efek negatif dari kinerja perusahaan yang hanya berstatus kepemilikan institusional saja.

Al Najjar (2015) yang melakukan penelitian pada perusahaan di Yordania dengan hasil bahwa tidak ditemukannya bukti yang menunjukkan pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja. Lebih lanjut Al Najjar (2015)

menyebutkan hal yang wajar terjadi pada negara berkembang bahwa kondisi investor di Negara ini cenderung lemah dalam hal pengawasan pada perusahaan. Apalagi Negara ini memiliki kondisi politik yang tidak stabil hingga keseluruhan Negara Arab. Kondisi ini juga yang menyebabkan sulitnya melakukan pengambilan keputusan dan juga berdampak pada kinerja perusahaan.

Jika diamati kondisi penelitian yang dilakukan Al Najjar (2015) mirip dengan keadaan sampel penelitian ini. Indonesia merupakan Negara berkembang meski situasi politik di Indonesia lebih aman faktor kondisi pasar modal di Indonesia masih lemah. Akibatnya harga saham pada BEI hanya mampu mencerminkan harga saat ini yang dibentuk atas histori harga saham di masa lalu. Hasilnya investor tidak akan mendapatkan pengembalian yang berlebih (*abnormal return*) dari saham yang dimiliki.

Hu dan Izumida (2008) dan Fazlzadeh, Hendi dan Mahboubi (2011) menjelaskan bahwa manajer sebuah perusahaan yang memiliki saham perusahaannya, secara sengaja hanya mendapat sebagian kecil dari modal perusahaan sebab mereka dapat terlibat dalam kegiatan pengurangan nilai perusahaan. Hasil ini menegaskan bahwa pemegang saham besar adalah monitor aktif yang membantu meningkatkan kinerja perusahaan dalam hal ini yang di proksikan dengan rasio ROA, dari pada manajer yang memiliki saham minoritas.

5.7 Ikhtisar Hasil Uji Hipotesis

Sesuai dengan rumusan masalah pada bab satu penelitian ini maka disusun hipotesis sebagai dugaan sementara atas pertanyaan pada rumusan masalah. Hipotesis yang disusun bisa diterima atau sebaliknya, hal ini berdasarkan pada syarat pengujian statistik. Berikut ikhtisar hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 5.13.

Tabel 5.14
Ikhtisar hasil Pengujian Hipotesis

	Hipotesis	t-Statistic	Sig.	Kesimpulan
H ₁	Struktur modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan	-1,047672	0,2957	Ditolak
H ₂	Kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan	2,532330	0,0119	Diterima

Sumber: Data diolah (2018)



BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN

6.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor penentu kinerja keuangan berupa struktur modal dan kepemilikan institusional. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sejak tahun 2013 hingga 2017 menjadi populasi penelitian ini. Sebanyak 54 perusahaan dapat dijadikan sampel penelitian yang dipilih menggunakan teknik *purposive sampling*. Variabel yang digunakan untuk menggambarkan struktur modal perusahaan adalah rasio *debt to equity*, sedangkan variabel yang menggambarkan struktur kepemilikan adalah jenis kepemilikan institusional dan rasio *return on asset* menggambarkan kinerja keuangan.

Hasil menunjukkan bahwa struktur modal merupakan salah satu faktor penentu kinerja keuangan perusahaan. Implikasinya adalah sebuah perusahaan akan melakukan upaya penambahan dana melalui utang, dengan batas maksimal yang harus diperhatikan unsur-unsur yang akan di korbankan.

Semakin tinggi utang maka akan semakin tinggi pula kinerja keuangan perusahaan, tetapi pada batas atau titik maksimum tertentu. *Timing* dari titik maksimum itu dapat diamati apabila dirasa perusahaan mendapati beban yang dikeluarkan melebihi profit yang akan didapat. Pada saat itulah perusahaan secara bijak menghentikan proses pendanaan yang besumber dari utang.

Berbeda dengan hasil yang diperoleh variabel kepemilikan institusional bukan faktor penentu kinerja keuangan. Hal ini bertolak belakang dengan beberapa penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional mampu

mengontrol perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal sehingga agen lebih memiliki tanggung jawab untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Kondisi negara baik dari segi situasi politik ataupun situasi pasar modal yang menjadi faktor kepemilikan institusional bukan salah satu faktor penentu kinerja perusahaan.

6.2 Keterbatasan Penelitian

Peneliti menyadari bahwa dalam setiap penelitian, khususnya penelitian ini terdapat keterbatasan yaitu perlu membandingkan antar industri lain atau sektor selain manufaktur agar terlihat profil perusahaan sektor lain dalam menggunakan struktur modal.

6.3 Saran

Berdasarkan penarikan kesimpulan dan keterbatasan penelitian di atas maka dapat disarankan yakni perlu dilakukan penelitian lanjutan agar tidak terbatas pada perusahaan manufaktur, tetapi juga pada perusahaan dengan jenis industri yang lebih beragam selain manufaktur dan juga jenis laporannya, misalkan laporan terkait dengan obligasi dan saham. Diharapkan peneliti selanjutnya dapat memperkaya variabel dan jenis datanya sehingga *output* yang dihasilkan lebih sesuai yang diharapkan.

DAFTAR PUSTAKA

Al Najjar, D. 2015. The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance: Evidence from Jordanian Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 7, No. 12. p. 97-105

Augusty F. 2006. *Metode Penelitian Manajemen*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Baltagi, B 2005. *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition. John Wiley & Sons.

Bathala, C.T., K.P. Moon and R. Rao. 1994. Manajerial Ownership, Debt Policy, And The Impact Of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23 (3), 38-50.

Berger, A., E. Bonaccorsi and D. Patti, 2006. Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking and Fincance*. 30: 1065-1102

Bharath, P, and Wu. 2009. Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?. *The review of Financial Studies/ v 22 n 8*.

Bhattacharya, P. S., dan Graham, M. 2007. Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1000092

Boroujeni, H.N., M. Noroozi, dan M. Nadem. 2013. The Impact of Capital Structure and Ownership Structure on Firm Performance: A Case Study of Iranian Companies. *Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology*. 6(22): 4265-4270

Bougheas. "Internal vs External Financing of R&D." *Small Business Economics*, vol. 22, 2004,pp. 11-17

Brealey, R.A., Myers S.C., dan Alan J.M. 2009. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jilid 1, Edisi Kelima. Jakarta: Erlangga.

Brigham, E.F., Ehrhardt, M.C. 2005, *Financial Management Theory And Practice*, Eleventh Edition, South Western Cengage Learning, Ohio.

Brigham, E. F. 2006, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.

Brigham, E.F dan Joel F.W. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta:Salemba Empat.

Cao, B. 2006. Debt Financing and the Dynamic of Agency Cost. *Dissertation*. University of California, San Diego. Retrieved April 1, 2016, from <http://escholarship.org/uc/item/0m68d61d#page-93>

CNN Indonesia. (2014, Desember 24). RI Menangi Gugatan Kasus Century di Arbitrase Internasional

Dimitris, M. and P. Maria, 2010. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Financial*. 34: 621-632.

En Hsu, H. 2011. Institutional Ownership, Capital Structure and R&D Investment. *International Conference on Economics and Finance Research IPEDR* vol.4

Fachrudin, K.A. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Petra Christian University*. Vol 13, No 1 p.37-46

Fahmi, Irham. 2011. *Analisis Kinerja Keuangan: Panduan Bagi Akademisi, Manajer, dan Investor untuk Menilai dan Menganalisis Bisnis dari Aspek Keuangan*. Bandung: ALFABETA

Fazlzadeh, A., Hendi A.T dan K. Mahboubi. 2011. The Examination of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry. *Canadian center of Science and Education*. Vol 6, No 3; March 2011

Finky, U.V., Liliana I.W, dan E. Ernawati. 2006. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri *Property Dan Real Estate* yang Terdaftar Di BEI Untuk Periode 2008-2011. *Calypra: Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya* Vol 2 No 2 (2013)

Ghozali. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro

_____. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro

_____. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS* 23. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro

Ghozali dan Ratmono. D. 2013. *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan EViews 8*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro

Gosta, D. R. 2015. Manufaktur RI: Kuartal I/2015, Indeks PMI Terburuk dalam 4 Tahun. Retrieved April 18, 2018, from <http://finansial.bisnis.com/read/20150401/9/418245/manufaktur-ri-kuartal-i2015-indeks-pmi-terburuk-dalam-4-tahun>

Graves. Institutional Ownership and Corporate R&D Investment: A Multi-Industry Study, *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 37, 1990, pp.59-61

Gujarati D.N. 2004. *Basic Econometrics, Fourth edition*. Singapore: McGraw-Hill Inc.

Gujarati D.N. dan Dawn C.P. 2012. *Dasar-dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.

Harjito. 2011. Teori *Pecking Order* dan *Trade-Off* Dalam Analisis Struktur Modal Di Bursa Efek Indonesia . *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol 15 No 2, Juli 2011 hal:187-196

Hery. 2014. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: Center For Academic Publishing Services.

Honre, J.C.V., dan Wachowicz J.M. 2005. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan. Edisi Kedua Belas*. Jakarta: Salemba Empat

Horngren, C.T., Sundem G.L. & Elliott J.A. 1996. *Introduction to Financial Accounting*. 6th Edition. New Jersey: Prentice Hall

Hu, Y., & Izumida. 2008. The Relationship between Ownership and Performance: A Review of Theory and Evidence. *International Business Research*, 1(4), 72-78.

Investor Daily Indonesia. 2012. "Tiga Keuntungan Bangkitnya Industri Manufaktur." Retrieved 4 Juni 2017 from <http://www.investor.co.id/home/tiga-keuntungan-bangkitnya-industri-manufaktur/46556>

Jannati, A. 2010. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi publikasi*. Fakultas Ekonomi Universitas Siliwangi. Tasikmalaya.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance Economics*. 3(4), 305-360.

Jogiyanto. 2015. *Metodologi Penelitian Sistem Informasi*. Yogyakarta: Andi Offset.

- Kasmir. 2015. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : PT Raja Grafindo Persada.
- King, M.R. and E. Santor. 2008. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking and Financial*. 32: 2423-2432.
- Klapper, L. F. and I. Love. 2002. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *World Bank Working Paper*. 2002:1-39.
- Lambert, D.M., Stock, J.R., 2001, *Strategic Logistic Manajement*, Fourth Edition, Mc Graw Hill, New York - USA.
- Lin, Y.R. and X.M. Fu. 2017. Does Institutional Ownership Influence Firm Performance? Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 49, 17-57.
- Margaritis, D. dan Maria, P. 2010. Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking and Finance* 34 (2010) 621-632
- Mayangsari S. 2001. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Penguji Pecking Order Hypothesis*. *Media Riset Akutansi, Auditing, dan Informasi*, Vol. 1 No.3.
- Mintzberg, H. 1983. *Power In and Around Organizations*. Prentice-Hall. Englewood Cliffs, NJ,
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48(3), 261- 297.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G dan Rimbey, J. N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review Social Science Research Net-work, Agustus*. Vol. 33, Issue 3, pp: 85-98.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Mulyadi, 2006, *Akuntansi Manajemen*. Edisi Ketiga. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Mulyadi. 2007. *Sistem Perencanaan dan Pengendalian Manajemen: Sistem Pelipatganda Kinerja Perusahaan*. Yogyakarta: Salemba Empat.
- Munawir, S. 2000. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Liberty.

Myers, S. C. 1984. Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3). July. p 575-592.

Myers, S.C. 1977. Detenninants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. No.5, pp 147-155.

Nugrahanti, Y.W dan Novia, S. 2012. Pengaruh Struktur Kepemilikan Sebagai Mekanisme *Corporeate Governance* Terhadap Kinerja Perbankan. *Jurnal Manajemen*, Vol 11, No.2, Mei 2012.

Pandia, F. 2012. *Manajemen Dana dan Kesehatan Bank*. Jakarta: Rineka Cipta.

Pasaribu, Kowanda, dan Paramitha. 2015. Profitabilitas Bank Di Indonesia dengan Metode *Risk Based Rating* pada Emiten Perbankan Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan* vol 11 no 1 Februari

Purwandari, A. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Struktur Kepemilikan, dan Status Perusahaan Terhadap Pengungkapan Laporan Keuangan pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Skripsi*. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.

Rajan, M.V. and R.E Saouma,. 2006. Optimal Information Asymmetry. *The Accounting Review*: May 2006, Vol. 81, No. 3, pp. 677-712.

Riyanto, B. 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE

Safrida E . 2008. 'Pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan :pada perusahaan manufaktur di BEJ', *Tesis*.

Sari, D.P. 2015. Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Pengungkapan Laporan Keuangan Perusahaan Jasa. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol.4 No.10

Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta:BPFE.

Shleifer, A. & Vinshy, R. W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 52(2), 737-783.

Singh and S. Faircloth. "The impact of corporate debt on long term investment and firm performance," *Applied Economics*, vol. 37, 2005, pp. 875-883.

Sofyan Y. 2009. *SPSS Complete Teknik Analisis Statistik Terlengkap dengan Software SPSS*. Jakarta: Salemba Infotek

Subekti. 2012. Relevansi Nilai atas Informasi Akuntansi, Struktur Kepemilikan Saham, Dan Afiliasi Group Bisnis. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol 16 no 2, 147-158.

Sudana, I Made. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Jakarta: Penerbit Erlanga.

Sugiarso, G dan Winarwi. 2006. *Manajemen Keuangan*. Cetakan kedua. Media Persindo ,Yogyakarta.

Sugiyono. 2006. "*Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*". Bandung: Alfabeta

Susiana dan Herawati, A. 2007. Analisis Pengaruh Independensi Mecanisme Corporate Governance dan Kualitas Audit terhadap Integritas Laporan Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi X 26-28 Juli 2007*.

Sutrisno. 2005. *Manajemen Keuangan Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia.

Suwardjono. 2005. *Teori Akuntansi Perekayasaan Pelaporan Keuangan Edisi Ketiga*. Yogyakarta : BPFE-Yogyakarta

Tarjo. 2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage Terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang saham serta Cost of Equity Capital. *Simposium Nasioanal Akuntansi XI*. Pontianak.

Tsai, H. dan Z. Gu. 2007. Institutional Ownership And Firm Performance: Empirical Evidence From U.S.-Based Publicly Traded Restaurant Firms *Journal of Hospitality & Tourism Research*, Vol. 31, No. 1, February 2007, 19-38

Umar, Husein. 2008. *Riset Sumber Daya Manusia Dalam Organisasi*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.

UNDANG-UNDANG REPUBLIK INDONESIA NOMOR 3 TAHUN 1982
TENTANG WAJIB DAFTAR PERUSAHAAN

Vatavu, S. 2015. The Impact Of Capital Structure On Financial Performance In Romanian Listed Companies. *Procedia Economics and finance* 32 (2015) 1314-1322

Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang perusahaan: Sebuah perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 5(1), 1-16.

Wening, K. 2009. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. Jakarta.

Widiastuti, H. 2002. Pengaruh Luas Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan terhadap Earning Response Coefficient (ERC). SNA V; Semarang, 5-6 September 2002.

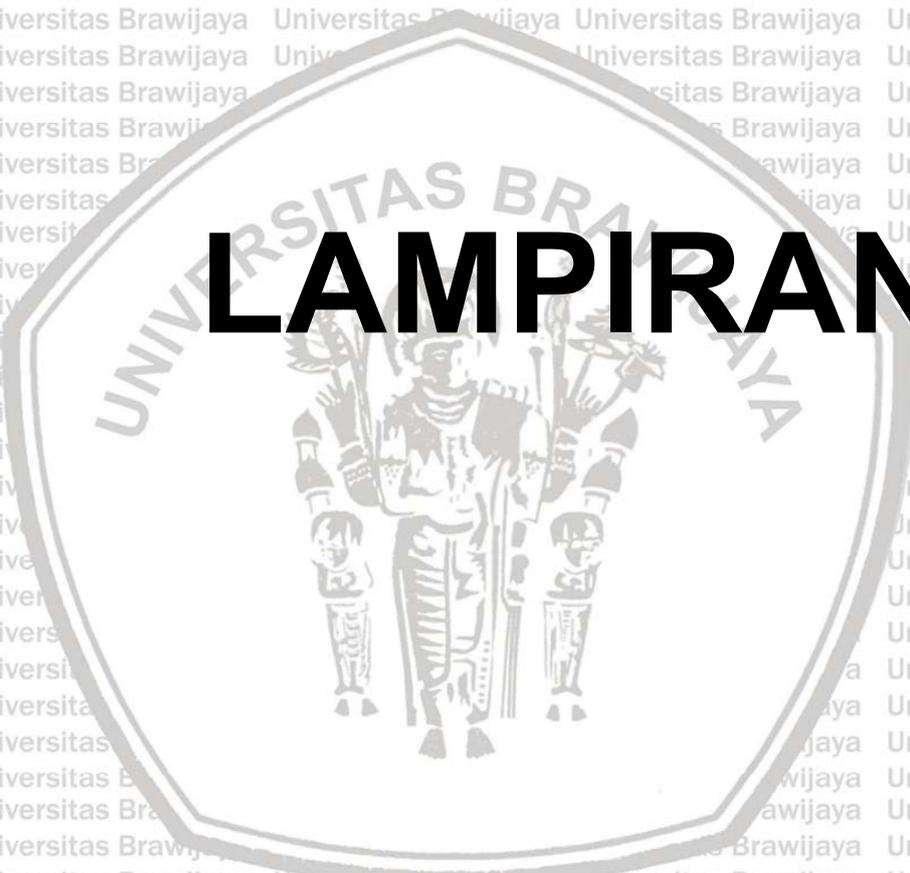
Yasmin, P.A. 2017. Industri Manufaktur RI Mulai Bangkit Lagi, Ini Datanya. Retrieved April 18, 2018, from <https://finance.detik.com/industri/d-3763112/industri-manufaktur-ri-mulai-bangkit-lagi-ini-datanya>

Zhang, Y. 2006. Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem? *Financial Management*. 38(3): 507-541.





LAMPIRAN



LAMPIRAN 1
PENELITIAN TERDAHULU

Penulis dan Tahun Riset	Judul Penelitian	Data	Metodologi	Temuan dan Kontribusi
Boroujeni et al (2013)	The Impact of Capital Structure and Ownership Structure on Firm Performance: A Case Study of Iranian Companies	Sampel sebanyak 123 perusahaan yang terdaftar di TSE (Tehran Stock Exchange)	Menggunakan regresi OLS	Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal dan struktur kepemilikan memiliki dampak positif terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di TSE
Vatavu (2015)	The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies	Sampel 196 perusahaan Rumania yang terdaftar di Bursa Efek Bucharest dan beroperasi di sektor manufaktur, selama periode delapan tahun (2003-2010).	Analisis ini didasarkan pada regresi <i>cross sectional</i>	Hasil menunjukkan bahwa kinerja di perusahaan Rumania lebih tinggi ketika mereka menghindari utang dan beroperasi berdasarkan ekuitas.
Margaritis dan Psillaki (2010)	Capital structure, equity ownership and firm performance	Sampel seluruh perusahaan manufaktur di Perancis	Menggunakan metode analisis <i>data envelopment analysis</i> (DEA) untuk pengukuran kinerja	Penelitian ini menemukan bahwa secara umum perusahaan dengan kepemilikan yang lebih terkonsentrasi membawa lebih banyak utang dalam struktur modalnya. Untuk perusahaan-perusahaan berpenghasilan menengah sampai

				tinggi ditemukan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki efek negatif pada <i>leverage</i> .
Al Najjar, (2015)	The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance: Evidence from Jordanian Listed Firms	Sampel 82 perusahaan non-keuangan Yordania yang terdaftar di Amman70 Stock Exchange (ASE) untuk periode 2005-2013	Penelitian ini bermaksud untuk menemukan pengaruh kepemilikan Institusional terhadap kinerja keuangan untuk sampel perusahaan Yordania non-keuangan yang terdaftar di Bursa Saham Amman, dengan menerapkan analisis regresi data panel.	Hasil penelitian tidak mampu membuktikan bahwa ada hubungan antara kepemilikan institusional dan kinerja perusahaan untuk perusahaan yang terdaftar di Yordania. Kesimpulan ini dapat disebabkan oleh fakta bahwa kepemilikan institusional memiliki pro dan kontra, serta situasi politik di Jordania yang merupakan Negara bagian timur tengah tidak stabil. Oleh karena itu, keberadaan dan pengaruh mereka dapat mempengaruhi secara material jenis dan tingkat risiko keputusan investasi yang diambil oleh manajemen yang pada gilirannya akan mempengaruhi kinerja perusahaan secara keseluruhan.
Bhattacharya dan Graham	Institutional Ownership and Firm	Sampel diambil dari perusahaan	Penelitian ini menggunakan alat uji OLS	Peneliti menemukan bahwa investor

(2007)	Performance: Evidence from Finland	publik di Finlandia sebanyak 116		institusional dengan kemungkinan investasi dan hubungan bisnis dengan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasilnya juga menunjukkan bahwa, kinerja perusahaan bukanlah penentu yang baik untuk kepemilikan institusional
Pasaribu, Kowanda, dan Paramitha. (2015)	Profitabilitas Bank Di Indonesia dengan Metode <i>Risk Based Rating</i> pada Emiten Perbankan Di Bursa Efek Indonesia	Lembaga keuangan bentuk bank umum yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2014	Profitabilitas Bank di Indonesia diukur dengan Metode <i>Risk Based Bank Rating</i> . Penelitian ini secara khusus menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh NPL, LDR, Proporsi Dewan Komisaris Independen, Komite Audit, Kepemilikan Institusional, BOPO, CAR terhadap Profitabilitas (ROA)	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa NPL, Komite Audit, dan BOPO memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ROA, sedangkan LDR, proporsi dewan independen, kepemilikan institusional, dan CAR tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA.
En Hsu (2011)	Institutional Ownership, Capital Structure and R&D Investment	Perusahaan teknologi yang terdaftar sebanyak 336 perusahaan dengan tahun 2006 hingga	Metode yang digunakan adalah OLS dengan variabel dependen berupa R&D <i>investmet</i> dan variabel	Hasil menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi atas R&D. Sedangkan R&D <i>investment</i> tidak

		2009	independen berupa struktur modal (Leverage) dan kepemilikan institusional	memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan institusional
Tsai dan Gu (2007)	Institutional Ownership And Firm Performance: Empirical Evidence From U.S.-Based Publicly Traded Restaurant Firms	Sampel dari seluruh industri restoran pada tahun 1999-2003	Pengujian menggunakan regresi dengan variabel dependen kinerja dengan proksi Tobins-Q dan variabel independen berupa faktor eksogen (size, leverage, beban iklan, pendapatan, RO A, rasio pembayaran dividen)	Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan institusional signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan yang diukur oleh proksi Q. Sementara itu, kepemilikan institusional cenderung berinvestasi dalam perusahaan restoran berkinerja lebih baik, lebih besar, dan lebih menguntungkan dengan <i>leverage</i> keuangan lebih rendah. Hasil positif ditunjukkan oleh hubungan endogen antara kepemilikan institusional dan kinerja perusahaan dalam industri restoran.

LAMPIRAN 2

JENIS DAN SUMBER DATA

NO	JENIS DATA	SATUAN	SUMBER DATA	WEBSITE
1	Kinerja Keuangan (Y)	Persen (%)	<i>Annual Report-Ikhtisar Data Keuangan</i>	http://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/
2	Struktur Modal	Kali	<i>Annual Report-Ikhtisar Data Keuangan</i>	http://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/
3	Struktur kepemilikan saham	Persen (%)	<i>Annual Report-ikhtisar kepemilikan saham</i>	http://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/

LAMPIRAN 3

DATA PANEL PENELITIAN

No.	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
1	INTP	2013	0,188371481	0,157933676	0,6403
2	INTP	2014	0,183243898	0,175285836	0,6403
3	INTP	2015	0,157645271	0,158049108	0,6403
4	INTP	2016	0,128353952	0,153487127	0,51
5	INTP	2017	0,064440133	0,175387873	0,51
6	SMGR	2013	0,173654238	0,417517344	0,4814
7	SMGR	2014	0,162172687	0,372996245	0,4814
8	SMGR	2015	0,118612609	0,390379354	0,4752
9	SMGR	2016	0,102540251	0,446533964	0,47
10	SMGR	2017	0,041725487	0,608575162	0,4751
11	AMFG	2013	0,094999444	0,322152322	0,847
12	AMFG	2014	0,117622224	0,214054294	0,8473
13	AMFG	2015	0,079935367	0,259585284	0,8482
14	AMFG	2016	0,04731139	0,529448798	0,8482
15	AMFG	2017	0,006153499	0,766140669	0,9376
16	ARNA	2013	0,209403813	0,493298185	0,504
17	ARNA	2014	0,207851497	0,381338591	0,5484
18	ARNA	2015	0,04977009	0,599121744	0,4809
19	ARNA	2016	0,059211413	0,627713883	0,5129
20	ARNA	2017	0,076300764	0,555612007	0,1397

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
21	TOTO	2013	0,135471871	0,686068653	0,962
22	TOTO	2014	0,143455617	0,686068653	0,962
23	TOTO	2015	0,116922405	0,831770729	0,924
24	TOTO	2016	0,069097015	0,693997867	0,9236
25	TOTO	2017	0,098686322	0,668735594	0,9236
26	BTON	2013	0,146948949	1,121527778	0,0196
27	BTON	2014	0,060023993	0,185228064	0,0196
28	BTON	2015	0,046309381	0,228105969	0,0196
29	BTON	2016	0,033700247	0,235186333	0,02
30	BTON	2017	0,061966348	0,186647612	0,0199
31	INAI	2013	0,045124504	5,063126395	0,6721
32	INAI	2014	0,024584244	5,152425227	0,6726
33	INAI	2015	0,0215116	4,546882883	0,6726
34	INAI	2016	0,02655127	4,18970843	0,6721
35	INAI	2017	0,031840727	3,375973757	0,7261
36	LION	2013	0,129894016	0,199103381	0,7111
37	LION	2014	0,081655982	0,351647263	0,7111
38	LION	2015	0,071980042	0,406360331	0,7103
39	LION	2016	0,10103307	0,406360331	0,7103
40	LION	2017	0,180472155	0,406360331	0,7103

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
41	LMSH	2013	0,101504608	0,282706304	0,3222
42	LMSH	2014	0,053922785	0,252608954	0,3222
43	LMSH	2015	0,014530994	0,189797316	0,3222
44	LMSH	2016	0,038402486	0,387943673	0,3222
45	LMSH	2017	0,080458914	0,243330607	0,3222
46	PICO	2013	0,02484551	1,889483107	0,9635
47	PICO	2014	0,025894192	0,632117671	0,941
48	PICO	2015	0,024719869	0,592116384	0,941
49	PICO	2016	0,021604953	1,402045568	0,9635
50	PICO	2017	0,026727239	1,575188427	0,9692
51	BUDI	2013	0,017247891	1,697916667	0,5268
52	BUDI	2014	0,011505854	1,725272307	0,5268
53	BUDI	2015	0,006460502	1,954853886	0,5043
54	BUDI	2016	0,013174128	1,516611415	0,534
55	BUDI	2017	0,015544033	1,460413493	0,534
56	DPNS	2013	0,260609801	0,147451123	0,6642
57	DPNS	2014	0,054001826	0,138912446	0,5964
58	DPNS	2015	0,035919063	0,137536555	0,5986
59	DPNS	2016	0,033800715	0,124837091	0,5986
60	DPNS	2017	0,019330926	0,151793932	0,5986
61	EKAD	2013	0,114816313	0,445481202	0,30252

62	EKAD	2014	0,099078884	0,50567535	0,2988
63	EKAD	2015	0,120711025	0,334736489	0,30252
64	EKAD	2016	0,129088738	0,186660586	0,30752
65	EKAD	2017	0,095631351	0,202091675	0,30752
66	INCI	2013	0,075889904	0,079706896	0,018
67	INCI	2014	0,07483213	0,08303646	0,021
68	INCI	2015	0,01000357	0,100581796	0,0212
69	INCI	2016	0,037084778	0,109234053	0,0219
70	INCI	2017	0,054492774	0,131934527	0,0211
71	SRSN	2013	0,038010833	0,038010833	0,5261
72	SRSN	2014	0,031199633	0,08303646	0,5233
73	SRSN	2015	0,02700876	0,688054546	0,4233
74	SRSN	2016	0,01541658	0,783716512	0,4252
75	SRSN	2017	0,02711483	0,570919825	0,3731
76	AKPI	2013	0,038010833	0,338470614	0,6514
77	AKPI	2014	0,031401959	0,43489461	0,6514
78	AKPI	2015	0,027008376	0,688054548	0,6514
79	AKPI	2016	0,020028928	1,335559867	0,6513
80	AKPI	2017	0,048569717	1,436796907	0,7778

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
81	APLI	2013	0,006197696	0,39440586	0,83
82	APLI	2014	0,03548199	0,402270786	0,5665
83	APLI	2015	0,00600827	0,392935917	0,588
84	APLI	2016	0,033754145	0,338403799	0,6287
85	APLI	2017	0,0333442	0,430186374	0,5904
86	IGAR	2013	0,111295739	0,618788064	0,8482
87	IGAR	2014	0,157307056	0,175831909	0,8482
88	IGAR	2015	0,133918153	0,236652237	0,8482
89	IGAR	2016	0,157705033	0,175831909	0,8482
90	IGAR	2017	0,141079445	0,160824714	0,8482
91	TRST	2013	0,029762202	0,907330588	0,5973
92	TRST	2014	0,009224585	0,851432279	0,5971
93	TRST	2015	0,007539885	0,715633913	0,5669
94	TRST	2016	0,010270135	0,702894091	0,5669
95	TRST	2017	0,011461374	0,68706084	0,5777
96	CPIN	2013	0,161200336	0,569824782	0,5553
97	CPIN	2014	0,083760732	0,893810282	0,5553
98	CPIN	2015	0,074239591	0,965136206	0,4447
99	CPIN	2016	0,091939787	0,709725121	0,4339
100	CPIN	2017	0,101815783	0,561667598	0,4367

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
101	JPFA	2013	0,042945074	1,844034056	0,1198
102	JPFA	2014	0,024465058	1,973620575	0,1198
103	JPFA	2015	0,030565287	1,808564818	0,1198
104	JPFA	2016	0,112804793	1,053888823	0,1198
105	JPFA	2017	0,005253051	1,152885961	0,1198
106	ALDO	2013	0,08339221	2,155222579	0,6228
107	ALDO	2014	0,05902515	1,238165133	0,6255
108	ALDO	2015	0,06578764	2,141304284	0,6255
109	ALDO	2016	0,061486946	1,042627439	0,7648
110	ALDO	2017	0,058221142	1,173722774	0,5841
111	KDSI	2013	0,042344863	1,415372902	0,757
112	KDSI	2014	0,046723456	1,401467347	0,757
113	KDSI	2015	0,009745186	2,106436434	0,7568
114	KDSI	2016	0,041257213	1,72109704	0,7672
115	KDSI	2017	0,05192006	1,735700457	0,7951
116	ASII	2013	0,10419451	1,015237127	0,5011
117	ASII	2014	0,093764696	0,963831363	0,5011
118	ASII	2015	0,063613584	0,939691622	0,5011
119	ASII	2016	0,069893643	0,871649536	0,5011
120	ASII	2017	0,078353842	0,89117822	0,5011
121	AUTO	2013	0,08007838	0,324522627	0,8
122	AUTO	2014	0,066505384	0,418718999	0,8

123	AUTO	2015	0,022504953	0,413635787	0,8
124	AUTO	2016	0,033083215	0,386816644	0,8
125	AUTO	2017	0,037106729	0,372079628	0,8
126	INDS	2013	0,06674564	0,253101492	0,8811
127	INDS	2014	0,05592452	0,248505321	0,8811
128	INDS	2015	0,035296995	0,330836945	0,8811
129	INDS	2016	0,020004255	0,197870569	0,8811
130	INDS	2017	0,046676746	0,135115364	0,8811
131	NIPS	2013	0,043071844	2,401529482	0,3711
132	NIPS	2014	0,041216253	1,072841631	0,629
133	NIPS	2015	0,019816892	1,160338293	0,649
134	NIPS	2016	0,036942984	1,110131976	0,6418
135	NIPS	2017	0,023241245	1,157970377	0,74992
136	SMSM	2013	0,196740396	0,716283716	0,8396
137	SMSM	2014	0,239476678	0,56684492	0,8394
138	SMSM	2015	0,207657658	0,541666667	0,83981
139	SMSM	2016	0,222727232	0,427000959	0,838673
140	SMSM	2017	0,22730679	0,336485277	0,837716

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
141	RICY	2013	0,007857443	1,922153418	0,4804
142	RICY	2014	0,012905158	2,003133784	0,4804
143	RICY	2015	0,011238581	1,994893509	0,4804
144	RICY	2016	0,010889403	2,124089998	0,4804
145	RICY	2017	0,012047044	2,194412746	0,4804
146	TRIS	2013	0,109343454	0,570985227	0,67
147	TRIS	2014	0,068608725	0,692675324	0,67
148	TRIS	2015	0,077570242	0,710382433	0,67
149	TRIS	2016	0,039413726	0,845502514	0,7608
150	TRIS	2017	0,026054741	0,529812033	0,8995
151	UNIT	2013	0,014133775	0,903024575	0,5479
152	UNIT	2014	0,070341644	1,231330653	0,5479
153	UNIT	2015	0,068093423	0,895425025	0,5479
154	UNIT	2016	0,060518099	0,774073649	0,5479
155	UNIT	2017	0,06305594	0,738512097	0,6133
156	JECC	2013	0,018467742	7,396443367	0,9015
157	JECC	2014	0,022272343	5,394831731	0,9015
158	JECC	2015	0,017596589	2,693583469	0,9015
159	JECC	2016	0,083417339	2,374867106	0,9015
160	JECC	2017	0,043205394	2,522104494	0,9015

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
161	KBLI	2013	0,054656588	0,508847293	0,7399
162	KBLI	2014	0,053716176	0,447006274	0,543
163	KBLI	2015	0,074346565	0,510470506	0,5752
164	KBLI	2016	0,178492334	0,416300229	0,5852
165	KBLI	2017	0,119111667	0,686731056	0,5852
166	KBLM	2013	0,011734891	1,426337961	0,7408
167	KBLM	2014	0,031863614	1,229682247	0,7411
168	KBLM	2015	0,019499195	1,207218147	0,7629
169	KBLM	2016	0,033242527	0,99307979	0,8837
170	KBLM	2017	0,035617743	0,560719913	0,8698
171	SCCO	2013	0,059568725	1,500583485	0,6626
172	SCCO	2014	0,08310291	1,052095354	0,6726
173	SCCO	2015	0,089738904	0,928470639	0,7115
174	SCCO	2016	0,139021469	1,007451644	0,7115
175	SCCO	2017	0,067193289	0,471374588	0,8321
176	AISA	2013	0,069057987	1,130380822	0,4133
177	AISA	2014	0,051248951	1,056330063	0,4733
178	AISA	2015	0,041248298	1,28414228	0,4732
179	AISA	2016	0,077716243	1,170185489	0,4231
180	AISA	2017	0,097058432	1,562421161	0,4037
181	DLTA	2013	0,309961704	0,296517441	0,6993
182	DLTA	2014	0,289238583	0,311741514	0,702

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
183	DLTA	2015	0,184957075	0,22209903	0,7084
184	DLTA	2016	0,212480913	0,18315662	0,7084
185	DLTA	2017	0,208654555	0,171404235	0,702
186	ICBP	2013	0,104389009	0,674118383	0,8053
187	ICBP	2014	0,102846641	0,716194812	0,8053
188	ICBP	2015	0,11005399	0,620843479	0,8053
189	ICBP	2016	0,125641928	0,562197963	0,8053
190	ICBP	2017	0,112056529	0,55574693	0,9973
191	INDF	2013	0,044520359	1,1087108	0,5007
192	INDF	2014	0,060753603	1,137278953	0,5007
193	INDF	2015	0,040394636	1,129593985	0,5007
194	INDF	2016	0,064094154	0,870092259	0,9846
195	INDF	2017	0,058506856	0,880788055	0,982
196	MLBI	2013	0,657200749	0,804646528	0,7624
197	MLBI	2014	0,35628186	3,02864407	0,8178
198	MLBI	2015	0,236527258	1,740910396	0,8178
199	MLBI	2016	0,431697844	1,77227286	0,8178
200	MLBI	2017	0,526703553	1,357091008	0,9807
201	MYOR	2013	0,104380527	1,493701214	0,3293
202	MYOR	2014	0,039823192	1,509686627	0,3293
203	MYOR	2015	0,110223439	1,183617902	0,3293
204	MYOR	2016	0,107462529	1,062552893	0,3293

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
205	MYOR	2017	0,109343675	1,029427757	0,5907
206	ROTI	2013	0,086693488	1,315003033	0,7075
207	ROTI	2014	0,088042404	1,231897076	0,7075
208	ROTI	2015	0,099965488	0,127702592	0,7075
209	ROTI	2016	0,095825822	1,023661031	0,7075
210	ROTI	2017	0,029687861	0,616809439	0,7028
211	SKLT	2013	0,0375	1,275449102	0,96
212	SKLT	2014	0,050163253	1,45375091	0,96
213	SKLT	2015	0,089101034	1,480921053	0,96
214	SKLT	2016	0,03625484	0,918636057	0,9773
215	SKLT	2017	0,036146472	1,068595579	0,8405
216	ULTJ	2013	0,115618963	0,390599988	0,7336
217	ULTJ	2014	0,097000686	0,283651526	0,736
218	ULTJ	2015	0,147768769	0,265411311	0,7589
219	ULTJ	2016	0,167443386	0,214937495	0,7329
220	ULTJ	2017	0,13720633	0,023243093	0,5074
221	GGRM	2013	0,086348441	0,725924098	0,7555
222	GGRM	2014	0,093289849	0,757517044	0,7555
223	GGRM	2015	0,101610771	0,670847323	0,7555
224	GGRM	2016	0,105996963	0,591125044	0,951
225	GGRM	2017	0,116167692	0,582451448	0,952
226	HMSP	2013	0,394745484	0,936064995	0,9818

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
227	HMSP	2014	0,358725908	1,102607794	0,9818
228	HMSP	2015	0,272631607	0,15770981	0,925
229	HMSP	2016	0,300229271	0,196038597	0,988
230	HMSP	2017	0,293700088	0,26464984	0,98877
231	DVLA	2013	0,1057065	0,301028148	0,9266
232	DVLA	2014	0,065463812	0,284504452	0,9266
233	DVLA	2015	0,078395798	0,413717238	0,9266
234	DVLA	2016	0,099312277	0,418483214	0,9266
235	DVLA	2017	0,098879068	0,469932855	0,943
236	KAEF	2013	0,085751756	0,680964785	0,09809
237	KAEF	2014	0,080708331	6,827086587	0,066
238	KAEF	2015	0,077309856	0,670206559	0,0621
239	KAEF	2016	0,058882244	1,030706958	0,05894
240	KAEF	2017	0,054412712	1,369717876	0,05896
241	KBLF	2013	0,17407744	0,334930618	0,9452
242	KBLF	2014	0,170643335	0,274082171	0,9623
243	KBLF	2015	1,305995867	0,252153857	0,9529
244	KBLF	2016	1,27244316	0,221613921	0,9529
245	KBLF	2017	0,147641774	0,195926424	0,9506
246	MERK	2013	0,251733994	0,360640663	0,942
247	MERK	2014	0,253240655	0,294221867	0,9424
248	MERK	2015	0,222154861	0,354992049	0,9352

No	Kode	Tahun	Y1	X1	X2
249	MERK	2016	0,206796293	0,276762438	0,9332
250	MERK	2017	0,170809888	0,376267595	0,932
251	PYFA	2013	0,035376146	0,864921566	0,5383
252	PYFA	2014	0,015420991	0,777171282	0,5385
253	PYFA	2015	0,019299661	0,580199957	0,5385
254	PYFA	2016	0,030802751	0,583400468	0,5385
255	PYFA	2017	0,044665463	0,465826413	0,5385
256	ADES	2013	0,126185769	0,665787943	0,9194
257	ADES	2014	0,061774588	0,721713533	0,9194
258	ADES	2015	0,074539515	0,989298624	0,9194
259	ADES	2016	0,07290232	0,996625805	0,9194
260	ADES	2017	0,045513403	0,986321869	0,9152
261	TCID	2013	0,10924505	0,239192014	0,73762
262	TCID	2014	0,09351971	0,443887203	0,73762
263	TCID	2015	0,261502706	0,214142055	0,73762
264	TCID	2016	0,074165908	0,225410073	0,73762
265	TCID	2017	0,075842776	0,270932549	0,863
266	UNVR	2013	0,42136335	2,122910521	0,965
267	UNVR	2014	0,415026959	2,008426375	0,965
268	UNVR	2015	0,371964399	2,258752849	0,965
269	UNVR	2016	0,381643378	2,55994898	0,9889
270	UNVR	2017	0,370517296	2,654745795	0,9726

LAMPIRAN 4

HASIL UJI STATISTIK DESKRIPTIF

Sample: 1 270

	X1	X2	Y1
Mean	0.927452	0.652439	0.105960
Median	0.670527	0.702000	0.071161
Maximum	7.396443	0.997300	1.305996
Minimum	0.023243	0.018000	0.005253
Std. Dev.	0.987034	0.252416	0.139318
Skewness	3.246002	-0.801970	5.207433
Kurtosis	17.32270	3.110225	40.85523
Jarque-Bera	2781.965	29.07867	17341.74
Probability	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	250.4120	176.1584	28.60930
Sum Sq. Dev.	262.0693	17.13906	5.221189
Observations	270	270	270

LAMPIRAN 5

HASIL UJI CHOW

Redundant Fixed Effects Tests

Pool: POOL01

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.254398	(53,214)	0.0000
Cross-section Chi-square	252.637875	53	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: Y1?

Method: Panel Least Squares

Date: 08/12/18 Time: 17:22

Sample: 1 5

Included observations: 5

Cross-sections included: 54

Total pool (balanced) observations: 270

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.018458	0.023673	0.779698	0.4363
X1?	-0.014890	0.008246	-1.805596	0.0721
X2?	0.155282	0.032246	4.815529	0.0000
R-squared	0.089049	Mean dependent var		0.105960
Adjusted R-squared	0.082225	S.D. dependent var		0.139318
S.E. of regression	0.133468	Akaike info criterion		-1.178864
Sum squared resid	4.756248	Schwarz criterion		-1.138881
Log likelihood	162.1466	Hannan-Quinn criter.		-1.162808
F-statistic	13.05013	Durbin-Watson stat		0.801171
Prob(F-statistic)	0.000004			

LAMPIRAN 6

UJI MODEL

Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: POOL01

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.530017	2	0.4653

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1?	-0.007570	-0.009989	0.000044	0.7138
X2?	0.037951	0.126942	0.006606	0.2736

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y1?

Method: Panel Least Squares

Date: 08/12/18 Time: 17:25

Sample: 1 5

Included observations: 5

Cross-sections included: 54

Total pool (balanced) observations: 270

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.088221	0.064511	1.367519	0.1729
X1?	-0.007570	0.011594	-0.652949	0.5145
X2?	0.037951	0.095492	0.397428	0.6914

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.642622	Mean dependent var	0.105960
Adjusted R-squared	0.550773	S.D. dependent var	0.139318
S.E. of regression	0.093377	Akaike info criterion	-1.721967
Sum squared resid	1.865937	Schwarz criterion	-0.975627
Log likelihood	288.4655	Hannan-Quinn criter.	-1.422269
F-statistic	6.996476	Durbin-Watson stat	2.021171
Prob(F-statistic)	0.000000		

Hasil Uji Random Effect

Dependent Variable: Y1?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 08/12/18 Time: 17:30

Sample: 1 5

Included observations: 5

Cross-sections included: 54

Total pool (balanced) observations: 270

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.809728	2.733918	2.125056	0.0347
X1?	-0.015931	0.007650	-2.082535	0.0385
X2?	6.517646	3.480516	1.872609	0.0625
Random Effects (Cross)				
ADES--C	-3.814503			
AISA--C	-1.173612			
AKPI--C	-6.109480			
ALDO--C	-4.283317			
AMFG--C	-2.157028			
APLI--C	-3.622240			
ARNA--C	5.242680			
ASII--C	-1.001738			
AUTO--C	-5.636735			
BTON--C	-3.725991			
BUDI--C	-5.743241			
CPIN--C	-9.464945			
DLTA--C	9.690852			
DPNS--C	0.013527			
DVLA--C	-2.968724			
EKAD--C	1.378890			
GGRM--C	-0.267928			
HMSP--C	19.88225			
ICBP--C	0.662904			
IGAR--C	-3.308798			
INAI--C	-7.666289			
INCI--C	2.071524			
INDF--C	-3.429705			
INDS--C	-7.121446			
INTP--C	4.451208			
JECC--C	-1.440989			
JPFA--C	-4.464944			
KAEF--C	-2.976910			
KBLF--C	6.014610			
KBLI--C	-0.761467			
KBLM--C	-6.279378			
KDSI--C	-4.181477			
LION--C	-1.762166			
LMSH--C	-2.547914			
MERK--C	10.92470			
MLBI--C	33.97273			
MYOR--C	2.964823			

NIPS--C	-3.395742
PICO--C	-8.955154
PYFA--C	-5.167600
RICY--C	-7.470066
ROTI--C	-1.075864
SCCO--C	-0.965945
SKLT--C	-5.675041
SMGR--C	4.248802
SMSM--C	12.06127
SRSN--C	-7.053931
TCID--C	3.142592
TOTO--C	0.669567
TRIS--C	-2.160890
TRST--C	-6.994567
ULTJ--C	2.856428
UNIT--C	-7.457085
UNVR--C	32.03349

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	8.885777	0.8097
Idiosyncratic random	4.307395	0.1903

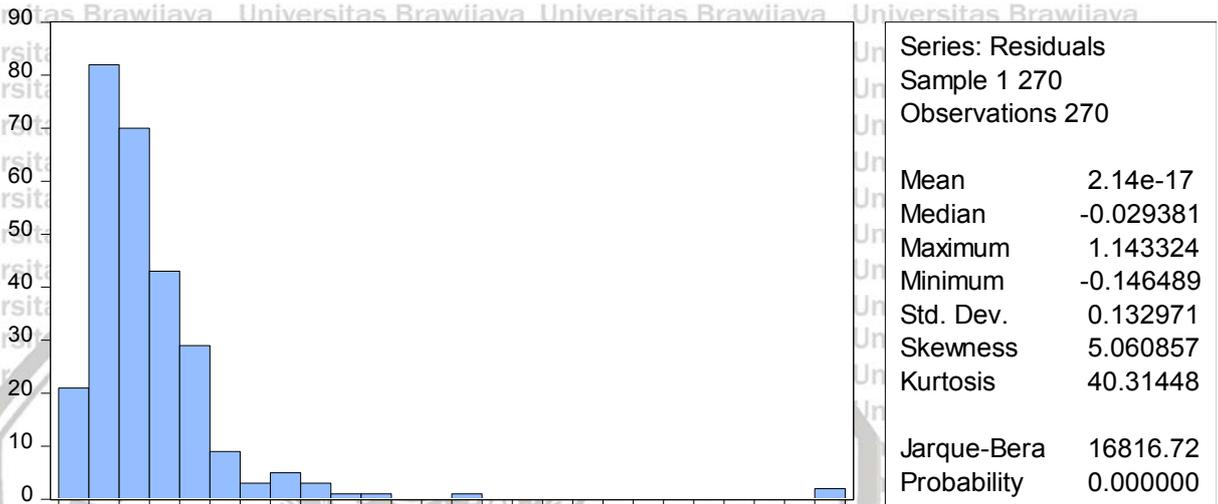
Weighted Statistics

R-squared	0.035723	Mean dependent var	2.203576
Adjusted R-squared	0.026669	S.D. dependent var	4.370545
S.E. of regression	4.311872	Sum squared resid	3960.147
F-statistic	3.945491	Durbin-Watson stat	1.400387
Prob(F-statistic)	0.020772		

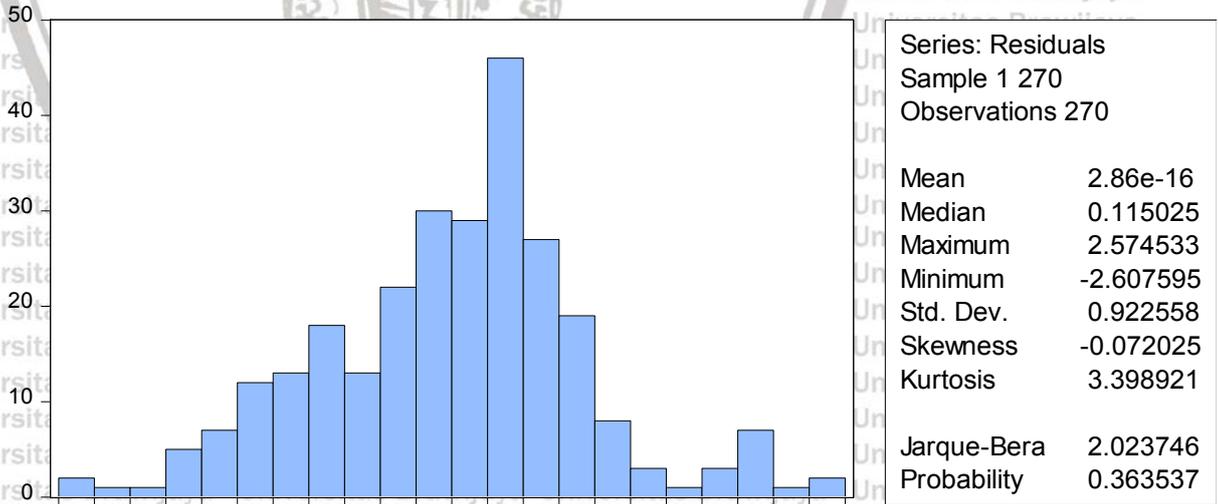
Unweighted Statistics

R-squared	0.014558	Mean dependent var	9.354803
Sum squared resid	20624.40	Durbin-Watson stat	0.268892

LAMPIRAN 7
HASIL UJI NORMALITAS DATA



HASIL UJI NORMALITAS DATA (LOG)



LAMPIRAN 8

HASIL UJI AUTOKORELASI

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	72.99082	Prob. F(2,265)	0.0000
Obs*R-squared	95.90463	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/12/18 Time: 13:45

Sample: 1 270

Included observations: 270

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.026068	0.059790	0.435984	0.6632
LOGX1	0.036950	0.050315	0.734366	0.4634
LOGX2	0.004391	0.056574	0.077610	0.9382
RESID(-1)	0.525791	0.061103	8.604940	0.0000
RESID(-2)	0.120052	0.061718	1.945184	0.0528

R-squared	0.355202	Mean dependent var	2.86E-16
Adjusted R-squared	0.345470	S.D. dependent var	0.922558
S.E. of regression	0.746377	Akaike info criterion	2.271174
Sum squared resid	147.6259	Schwarz criterion	2.337811
Log likelihood	-301.6085	Hannan-Quinn criter.	2.297932
F-statistic	36.49541	Durbin-Watson stat	2.000488
Prob(F-statistic)	0.000000		

LAMPIRAN 9

HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS

	X1	X2
X1	1.000000	0.020727
X2	0.020727	1.000000



LAMPIRAN 10

HASIL UJI HETEROKEDASTISITAS

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.205108	Prob. F(2,267)	0.8147
Obs*R-squared	0.414188	Prob. Chi-Square(2)	0.8129
Scaled explained SS	0.485824	Prob. Chi-Square(2)	0.7843

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 08/12/18 Time: 13:44

Sample: 1 270

Included observations: 270

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.870683	0.097291	8.949286	0.0000
LOGX1^2	-0.006041	0.052052	-0.116065	0.9077
LOGX2^2	-0.015832	0.027630	-0.573001	0.5671
R-squared	0.001534	Mean dependent var		0.847960
Adjusted R-squared	-0.005945	S.D. dependent var		1.315798
S.E. of regression	1.319703	Akaike info criterion		3.403740
Sum squared resid	465.0118	Schwarz criterion		3.443723
Log likelihood	-456.5049	Hannan-Quinn criter.		3.419795
F-statistic	0.205108	Durbin-Watson stat		1.217849
Prob(F-statistic)	0.814688			

LAMPIRAN 11

HASIL UJI HIPOTESIS

Dependent Variable: Y1?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 08/12/18 Time: 17:30

Sample: 1 5

Included observations: 5

Cross-sections included: 54

Total pool (balanced) observations: 270

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.809728	2.733918	2.125056	0.0347
X1?	-0.015931	0.007650	-2.082535	0.0385
X2?	6.517646	3.480516	1.872609	0.0625
Random Effects (Cross)				
ADES--C	-3.814503			
AISA--C	-1.173612			
AKPI--C	-6.109480			
ALDO--C	-4.283317			
AMFG--C	-2.157028			
APLI--C	-3.622240			
ARNA--C	5.242680			
ASII--C	-1.001738			
AUTO--C	-5.636735			
BTON--C	-3.725991			
BUDI--C	-5.743241			
CPIN--C	-9.464945			
DLTA--C	9.690852			
DPNS--C	0.013527			
DVLA--C	-2.968724			
EKAD--C	1.378890			
GGRM--C	-0.267928			
HMSP--C	19.88225			
ICBP--C	0.662904			
IGAR--C	-3.308798			
INAI--C	-7.666289			
INCI--C	2.071524			
INDF--C	-3.429705			
INDS--C	-7.121446			
INTP--C	4.451208			
JECC--C	-1.440989			
JPFA--C	-4.464944			
KAEF--C	-2.976910			
KBLF--C	6.014610			
KBLI--C	-0.761467			
KBLM--C	-6.279378			
KDSI--C	-4.181477			
LION--C	-1.762166			
LMSH--C	-2.547914			
MERK--C	10.92470			



MLBI--C	33.97273
MYOR--C	2.964823
NIPS--C	-3.395742
PICO--C	-8.955154
PYFA--C	-5.167600
RICY--C	-7.470066
ROTI--C	-1.075864
SCCO--C	-0.965945
SKLT--C	-5.675041
SMGR--C	4.248802
SMSM--C	12.06127
SRSN--C	-7.053931
TCID--C	3.142592
TOTO--C	0.669567
TRIS--C	-2.160890
TRST--C	-6.994567
ULTJ--C	2.856428
UNIT--C	-7.457085
UNVR--C	32.03349

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	8.885777	0.8097
Idiosyncratic random	4.307395	0.1903

Weighted Statistics

R-squared	0.035723	Mean dependent var	2.203576
Adjusted R-squared	0.026669	S.D. dependent var	4.370545
S.E. of regression	4.311872	Sum squared resid	3960.147
F-statistic	3.945491	Durbin-Watson stat	1.400387
Prob(F-statistic)	0.020772		

Unweighted Statistics

R-squared	0.014558	Mean dependent var	9.354803
Sum squared resid	20624.40	Durbin-Watson stat	0.268892