

INTERDEPENDENSI ANTARA *INSIDER OWNERSHIP*, KEPUTUSAN INVESTASI, DAN RISIKO BISNIS

Indri Erkaningrum Florentina

ASMI Santa Maria Yogyakarta
Jl. Bener No.14 Yogyakarta, 55243

Abstract

Asymmetric information and agency issues made stockholders need to control business activities through optimalization insider ownership and investment decision. Optimalization of insider ownership and investment decision were expected to make business risk controlled. This research aimed at verifying empirically the influencing factors of insider ownership, investment decision, business risk, and finding the interdependency among insider ownership, investment decision, and business risk. The samples of this research were 90 real estate and property companies listed at Indonesia Stock Exchange from the year of 2006 to 2010. Simultaneous equation model of three stage least squares (3 SLS) was applied to analyze the interdependency among insider ownership, investment decision, and business risk. The analysis result of interdependency among insider ownership, investment decision, and business risk showed that: there was interdependency between insider ownership and investment; there was interdependency between insider ownership and business risk; investment influenced business risk. The empirical evidence of interdependency among insider ownership, investment decision, and business risk helped the companies make financial policies.

Key words: *business risk, insider ownership, investment decision*

Masalah keagenan (*agency problem*) timbul karena informasi asimetris (*asymmetric information*) dan konflik kepentingan (*conflict of interest*) diantara pemegang saham, manajer, dan kreditur. Perbedaan informasi membuat kebijakan yang diambil manajer digunakan untuk mendeteksi prospek perusahaan. Konflik kepentingan menuntut kebijakan finansial diambil dengan memperhatikan kepentingan pemegang saham, manajer dan kreditur. Kebijakan *insider ownership* dan keputusan investasi diambil agar risiko bisnis menjadi lebih terkendali.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor yang memengaruhi *insider ownership*, kepu-

tusan investasi, risiko bisnis dan interdependensi antara *insider ownership*, keputusan investasi, dan risiko bisnis pada industri *real estate* dan properti di Indonesia. Interdependensi ini menarik untuk dikaji lebih lanjut melalui telaah empiris dalam penelitian ini, karena berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yang telah dilakukan penulis, mengindikasikan ada interdependensi antara *insider ownership*, keputusan investasi, dan risiko bisnis. Erkaningrum (2012) melihat interaksi antara *insider ownership*, kebijakan dividen, kebijakan utang, keputusan investasi, dan risiko bisnis pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia.

Korespondensi dengan Penulis:

Indri Erkaningrum Florentina: telp. +62 274 585 836; Fax. +62 274 585 841

E-mail: indri_erkaningrum@yahoo.co.id

Interdependensi Antara *Insider Ownership*, Keputusan Investasi, dan Risiko Bisnis

Indri Erkaningrum Florentina

Interdependensi antara *insider ownership*, keputusan investasi, dan risiko bisnis timbul karena informasi asimetris dan konflik kepentingan di antara pemegang saham, manajer dan kreditur. Informasi asimetris antara lain meliputi prospek perusahaan, kebutuhan dana dan usaha manajer. Prospek perusahaan yang tercermin dari banyaknya kesempatan investasi dideteksi investor melalui kebijakan pendanaan perusahaan. Salah satu teori pendanaan yang mendasarkan informasi asimetris adalah *pecking order theory*. *Pecking order hypothesis* menyatakan manajer lebih senang menggunakan *retained earnings* untuk membiayai perusahaan, setelah itu utang, dan (sebagai sumber terakhir) ekuitas baru (Melicher & Norton, 2011).

Perbedaan kepentingan diantara pemegang saham, manajer, dan kreditur menimbulkan *agency problem*. Kebijakan manajer untuk memaksimalkan kemakmuran bagi dirinya sendiri daripada pemegang saham menimbulkan konflik diantara pemegang saham dan manajer. Konflik diantara pemegang saham dan kreditur timbul karena pemegang saham menerima penghasilan lebih besar ketika perusahaannya semakin baik dan pemegang obligasi menerima penghasilan tetap tanpa melihat seberapa baik perusahaan. Konflik diantara manajer dan kreditur memungkinkan timbul pada saat perusahaan mengalami risiko kesulitan keuangan akibat penggunaan utang. Manajer dapat mengambil tindakan yang menguntungkan pemegang saham, tetapi merugikan kreditur.

Informasi asimetris dan masalah keagenan membuat aktivitas manajemen perlu dikendalikan melalui optimalisasi *insider ownership* dan keputusan investasi agar risiko bisnis lebih terkendali. *Insider ownership* dan kebijakan-kebijakan finansial membantu mengatasi masalah informasi asimetris antara manajer dengan investor eksternal (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977). Chen, *et al.* (1999) mengemukakan *managerial ownership, risk taking*, kebijakan utang, dan kebijakan dividen merupakan bagian integral dari keputusan perusahaan dalam kerangka kerja keagenan.

Kepemilikan saham oleh manajemen (*insider ownership*) merupakan kebijakan untuk mengurangi informasi asimetris dan konflik kepentingan. Jain dan Kini menegaskan implikasi dari teori keagenan dan *signaling* mengenai perubahan dalam *insider ownership* (Lenz, 2010). *Insider ownership* sangat bermanfaat apabila terdapat perbedaan besar antara informasi yang dimiliki pihak dalam dengan pihak luar perusahaan. *Insider ownership* terlihat dari persentase saham yang dimiliki direksi dan komisaris. Sartono (2001) mengemukakan *insider ownership* adalah persentase suara yang berkaitan dengan saham dan *option* yang dimiliki oleh manajer dan direksi perusahaan. *Insider ownership* membuat manajemen dapat mengelola perusahaan lebih baik, sehingga konflik kepentingan dapat diminimalisir.

Di samping kebijakan *insider ownership*, informasi asimetris dan konflik kepentingan diminimalisir dengan keputusan investasi. Investasi didanai penerbitan saham apabila prospek perusahaan kurang baik, agar perusahaan dapat berbagi kerugian dengan pemegang saham baru. Sebaliknya, perusahaan cenderung menerbitkan obligasi apabila prospek perusahaan baik, karena perusahaan ingin memiliki semua keuntungan. Pemegang obligasi hanya menerima penghasilan tetap meskipun kondisi perusahaan sangat baik. Ghosh *et al.* (2008) mengemukakan penerbitan obligasi di pasar modal memberikan sinyal positif pada saham yang dinilai terlalu rendah dan manajemen ingin berbagi keuntungan yang lebih tinggi dengan pemegang saham yang ada, sedangkan penerbitan saham baru memberikan sinyal negatif pada saham yang dinilai terlalu tinggi dengan prospek pertumbuhan perusahaan yang kurang baik agar berbagi beban dengan pemegang saham baru.

Kebijakan *insider ownership* dan keputusan investasi dapat membuat risiko bisnis menjadi lebih terkendali. Glade *et al.* (2005) mengemukakan agen-agen mencoba untuk meminimalkan pengaruh dari penilaian risiko pada bisnis mereka sendiri. Risiko bisnis yang tinggi membuat perusahaan

mengalami kebangkrutan. Brigham & Daves (2010) mengemukakan dua dimensi risiko: (1) *business risk*, atau risiko saham perusahaan jika tidak menggunakan utang, dan; (2) *financial risk*, merupakan risiko tambahan bagi pemegang saham biasa sebagai hasil keputusan perusahaan menggunakan utang. Risiko bisnis merupakan variabilitas pendapatan operasi yang disebabkan kondisi bisnis perusahaan. Rendahnya pendapatan operasi membuat ketidakmampuan perusahaan dalam membayar bunga, sehingga kekayaan pemegang saham berkurang bahkan dalam kondisi ekstrim perusahaan mengalami kebangkrutan. Paparan tersebut memperlihatkan adanya interdependensi antara *insider ownership*, keputusan investasi dan risiko bisnis.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Determinan *Insider Ownership*

Determinan *insider ownership* diuji menggunakan variabel investasi, risiko bisnis, utang, profitabilitas, *sales growth*, *variability of earnings*, dan ukuran. Investasi mendorong manajemen untuk memiliki saham perusahaan karena meningkatnya nilai perusahaan akibat sinyal positif dari investasi. Grob (2007) mengemukakan investasi memiliki efek positif pada *insider ownership*. Tingginya risiko bisnis membatasi manajemen menjadi pemegang saham perusahaan karena risiko pemegang saham meningkat apabila kondisi bisnis perusahaan tidak bagus dan pendapatan operasi menjadi rendah. Risiko bisnis utama adalah kebangkrutan, yang berarti pemegang saham kehilangan seluruh investasi mereka (Randy, 2011).

Insider ownership dipengaruhi utang karena pemegang saham ikut menanggung risiko apabila perusahaan kesulitan keuangan dalam memenuhi kewajibannya. Biaya kepailitan mengarahkan hubungan yang negatif antara utang dengan *insider ownership* (Friend & Hasbrouck, 1987; Friend & Lang, 1988). Kemampuan perusahaan menghasil-

kan profit mendorong manajemen memiliki saham perusahaan karena mendapatkan kenaikan dividen dan harga saham. Umana (2002) mengemukakan akumulasi saham manajer tidak hanya didasarkan pada motif mendapatkan profit, tetapi juga didorong oleh upaya untuk mempertahankan kontrol dari dalam, menunjukkan pentingnya bagi manajer untuk mempertahankan kontrol dari dalam.

Sales growth memengaruhi *insider ownership* karena tingginya *sales growth* mencerminkan keberhasilan di masa lalu dan tolok ukur pertumbuhan di masa mendatang. Meier *et al.* (2005) mengemukakan langkah-langkah meningkatkan nilai perusahaan adalah melampaui tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang biasa, menjadi hal penting. Ketidakstabilan menghasilkan *earnings* memengaruhi *insider ownership* karena sulitnya memprediksi *earnings* di masa mendatang menyebabkan sulitnya memprediksi keuntungan apabila memegang saham perusahaan. Madura (2007) mengemukakan risiko perusahaan mewakili tingkat ketidakpastian laba di masa mendatang, yang mencerminkan *return* tidak menentu kepada pemilik. Ukuran memengaruhi *insider ownership* karena mencerminkan kinerja perusahaan di masa lalu dan indikator kinerja perusahaan di masa mendatang. Tsui & Lau (2002) mengemukakan faktor-faktor utama penentu konsentrasi kepemilikan pada perusahaan di negara barat adalah ukuran, risiko bisnis dan jenis industri. Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan paparan dan hasil penelitian adalah sebagai berikut:

H_{1a} : investasi berpengaruh positif terhadap *insider ownership*

H_{1b} : risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *insider ownership*

H_{1c} : utang berpengaruh negatif terhadap *insider ownership*

H_{1d} : profitabilitas berpengaruh positif terhadap *insider ownership*

H_{1e} : *sales growth* berpengaruh positif terhadap *insider ownership*

Interdependensi Antara *Insider Ownership*, Keputusan Investasi, dan Risiko Bisnis

Indri Erkaningrum Florentina

H_{1f} : *variability of earnings* berpengaruh negatif terhadap *insider ownership*

H_{1g} : Ukuran berpengaruh positif terhadap *insider ownership*

Determinan Investasi

Determinan investasi diuji menggunakan variabel *insider ownership*, risiko bisnis, utang, profitabilitas, *sales growth*, *Q ratio* dan ukuran. *Insider ownership* memengaruhi investasi karena *insider ownership* mendorong manajemen untuk melakukan investasi agar harga saham naik akibat sinyal positif mengenai prospek perusahaan yang ditimbulkan dari investasi. Ketika orang dalam meningkatkan kepemilikan mereka atas saham perusahaan, nilai investasi lebih besar dari harga saham yang diprediksikan (Schaan, 2007). Risiko bisnis memengaruhi investasi, karena risiko bisnis menyebabkan ketidakpastian pendapatan operasi sehingga memengaruhi dana internal yang tersedia untuk investasi. Whittington & Delaney (2008) mengemukakan dalam menentukan *return* yang sesuai dapat diterima, investor dan kreditur mempertimbangkan risiko bisnis dari utang atau investasi.

Utang memengaruhi investasi karena keterbatasan dana internal yang dipergunakan untuk investasi. Baumol & Blinder (2012) mengemukakan jumlah yang diinvestasikan bisnis tergantung pada tingkat suku bunga riil yang dibayar pada saat meminjam dana, semakin rendah tingkat suku bunga riil, investasi meningkat. Profitabilitas memengaruhi investasi karena dana internal untuk investasi dapat tersedia apabila perusahaan mampu menghasilkan profit yang tinggi. Zsolnai (2011) mengemukakan dana untuk investasi sebagian besar berasal dari laba penjualan, pertumbuhan penjualan dan investasi terkunci dalam suatu hubungan dinamis: laba penjualan saat ini menyediakan dana untuk investasi baru, investasi baru mendorong produksi dan penjualan yang akan datang, penjualan dan laba yang akan datang mendanai lebih banyak investasi lagi, dan seterusnya.

Investasi dipengaruhi *sales growth*, karena *sales growth* cermin realisasi investasi di masa lalu dan tolok ukur investasi di masa mendatang. Utz (2008) mengemukakan tes empiris menunjukkan hubungan positif antara investasi dan pertumbuhan penjualan. Investasi dipengaruhi oleh variabel *Q ratio* yang dinyatakan dengan *price to book value ratio*. *Price to book value ratio* (P/B) adalah rasio keuangan yang paling lazim digunakan sebagai indikator dari kemenarikan sebuah peluang investasi (Parikh, 2009). Ukuran memengaruhi investasi karena perusahaan berukuran kecil kemungkinan besar masih mengalami pertumbuhan dibandingkan perusahaan dengan ukuran besar. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif pada investasi (Baskin, 1989; Allen, 1993; Adedeji, 1998). Galindo & Schiantarelli (2003) mengemukakan sumber daya keuangan yang tersedia pada pasar modal internal akan memengaruhi lebih kuat investasi ketika sumber daya tersebut lebih besar, relatif terhadap ukuran dari aset fisik perusahaan. Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan paparan dan hasil penelitian adalah sebagai berikut:

H_{2a} = *insider ownership* berpengaruh positif terhadap investasi

H_{2b} = risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap investasi

H_{2c} = utang berpengaruh positif terhadap investasi

H_{2d} = profitabilitas berpengaruh positif terhadap investasi

H_{2e} = *sales growth* berpengaruh positif terhadap investasi

H_{2f} = *Q ratio* berpengaruh positif terhadap investasi

H_{2g} = ukuran berpengaruh negatif terhadap investasi

Determinan Risiko Bisnis

Determinan risiko bisnis diuji menggunakan variabel *insider ownership*, investasi, utang, profitabilitas, likuiditas, *variability of earnings* dan ukuran.

Insider ownership mendorong manajemen untuk mengambil kebijakan dengan risiko bisnis yang rendah, karena manajemen ikut menanggung risiko bisnis perusahaan. Vermeulen & Cotula (2010) mengemukakan kepemilikan memengaruhi risiko karena bisnis yang dimiliki bersama juga melibatkan pembagian risiko bisnis. Risiko bisnis dipengaruhi investasi, karena investasi memungkinkan perusahaan memperoleh laba yang besar dari penjualan. Keown *et al.* (2004) mengemukakan risiko bisnis merupakan akibat langsung dari keputusan investasi perusahaan.

Utang memengaruhi risiko bisnis, karena beban bunga menyebabkan operasi perusahaan terganggu, bahkan dapat mengalami kesulitan keuangan. Brigham & Houston (2009) mengemukakan risiko yang lebih tinggi terkait penggunaan utang yang lebih besar, cenderung menurunkan harga saham, namun utang yang lebih tinggi diharapkan dapat meningkatkan *return*. Profitabilitas memengaruhi risiko bisnis karena ketersediaan dana internal untuk menjalankan operasi perusahaan tergantung profit perusahaan. Kaur (1997) mengemukakan investor-investor yang menyukai risiko, menuntut premi risiko tinggi untuk berinvestasi pada bisnis-bisnis yang lebih berisiko, sehingga profitabilitas berhubungan positif dengan risiko bisnis.

Risiko bisnis dipengaruhi likuiditas, karena operasi perusahaan dapat berjalan lancar apabila perusahaan mampu memenuhi kewajiban yang jatuh tempo. Rockwell (2006) mengemukakan investasi yang paling likuid biasanya paling tidak berisiko. Ketidakstabilan *earnings* memengaruhi risiko bisnis, karena sulitnya memprediksi *earnings* menyebabkan perencanaan operasi perusahaan tidak optimal. Brigham & Daves (2010) mengemukakan *business risk* timbul dari ketidakpastian dalam proyek arus kas perusahaan, yang pada gilirannya berarti ketidakpastian laba usaha dan persyaratan modal (investasi). Ukuran memengaruhi risiko bisnis karena ukuran mencerminkan keberhasilan dari

waktu ke waktu dan indikator keberhasilan di masa mendatang. Puttick & Esch (2007) mengemukakan entitas mengejar tujuan tergantung dari sifat operasi dan industri, lingkungan peraturan, ukuran dan kompleksitasnya, mereka menghadapi berbagai risiko bisnis. Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan paparan dan hasil penelitian adalah sebagai berikut:

H_{3a} = *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap risiko bisnis

H_{3b} = investasi berpengaruh negatif terhadap risiko bisnis

H_{3c} = utang berpengaruh positif terhadap risiko bisnis

H_{3d} = profitabilitas berpengaruh positif terhadap risiko bisnis

H_{3e} = likuiditas berpengaruh negatif terhadap risiko bisnis

H_{3f} = *variability of earnings* berpengaruh positif terhadap risiko bisnis

H_{3g} = ukuran berpengaruh negatif terhadap risiko bisnis

METODE

Mwape & Mumba (2012) mengemukakan populasi mengacu pada seluruh kelompok orang, peristiwa, atau hal-hal menarik yang peneliti ingin selidiki. Populasi dalam penelitian ini adalah industri real estate dan properti yang mempublikasikan laporan keuangan lengkap pada *Indonesia Capital Market Directory* sejak tahun 2006 sampai dengan tahun 2010. Perbedaan karakteristik antar industri menyebabkan penelitian lebih relevan dilakukan pada jenis industri yang sama. Black (2012) mengemukakan sampel merupakan sebagian dari keseluruhan dan apabila diambil secara tepat, merupakan representasi dari keseluruhan itu. Sampel penelitian diambil menggunakan metode *purposive sampling*. Penjumlahan perusahaan-perusahaan *real estate and property* yang memiliki data in-

Interdependensi Antara *Insider Ownership*, Keputusan Investasi, dan Risiko Bisnis

Indri Erkaningrum Florentina

insider ownership, investasi, risiko bisnis, utang, profitabilitas, *sales growth*, *variability of earnings*, ukuran, *Q ratio* dan likuiditas pada lima tahun pengamatan sejumlah 90 perusahaan.

Variabel-variabel penelitian ini mengacu pada ukuran penelitian yang pernah dilakukan. *Insider ownership* mengacu ukuran penelitian Sartono (2001). Ukuran penelitian Jensen *et al.* (1992) digunakan sebagai acuan untuk variabel risiko bisnis, utang, dan profitabilitas. Sedangkan variabel investasi, *sales growth*, *variability of earnings*, ukuran, *q ratio* dan likuiditas mengacu ukuran penelitian Adedeji (1998).

INS = *insider ownership*, diukur dengan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh direksi dan komisaris

INV = investasi, dinilai dengan $(total\ assets_t - total\ assets_{t-1}) / total\ assets_{t-1}$

BRISK = risiko bisnis, diukur dengan *standard deviation of the first difference in operating income divided by total assets*

DE = utang, diukur dengan *ratio of long-term debt to the book value of total assets*

PRO = profitabilitas, diukur dengan *ratio of operating income to total assets*

GRO = *sales growth*, diukur dengan $(sales_t - sales_{t-1}) / sales_{t-1}$

VAR = *variability of earnings*, direpresentasikan dengan *the standard deviation of (annual change in profit before interest and tax / total assets)*

SZ = ukuran, diukur dengan *the natural logarithm of total assets*

Q = *Q ratio*, diukur dengan *price to book value ratio*

LIQ = likuiditas, diukur dengan $(current\ assets - stocks) / current\ liabilities$

Model persamaan simultan *three stage least square (3 SLS)* digunakan untuk menguji hipotesis

penelitian. Model persamaan simultan *three stage least square (3 SLS)* merupakan metode dimana seluruh persamaan dalam model diperhitungkan bersama-sama dan ditaksir secara simultan dengan memperhatikan seluruh batasan pada sistem persamaan dalam model. Xu *et al.* (2012) mengemukakan metode *three stage least square* adalah metode estimasi, termasuk kategori dari metode persamaan untuk mengestimasi dan dapat menentukan parameter dari setiap persamaan dalam model persamaan simultan, pada saat yang sama untuk memperoleh estimator efisien yang konsisten dan asimtotik. Interdependensi antara variabel *insider ownership*, investasi dan risiko bisnis dilihat dengan menggunakan model persamaan simultan sebagai berikut:

INS = $f(INV, BRISK, DE, PRO, GRO, VAR, SZ)$

INV = $f(INS, BRISK, DE, PRO, GRO, Q, SZ)$

BRISK = $f(INS, INV, DE, PRO, LIQ, VAR, SZ)$

HASIL

Tabel 1 memperlihatkan risiko bisnis, *sales growth*, *variability of earnings* dan ukuran berpengaruh positif terhadap *insider ownership*, sementara investasi dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *insider ownership*. Namun utang tidak memiliki pengaruh pada *insider ownership*. *Sales growth* dan ukuran berpengaruh positif terhadap investasi, sementara *insider ownership*, utang dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap investasi, namun risiko bisnis dan *q ratio* tidak memiliki pengaruh pada investasi. *Insider ownership*, investasi dan utang berpengaruh positif terhadap risiko bisnis, sementara likuiditas dan ukuran berpengaruh negatif terhadap risiko bisnis, namun profitabilitas dan *variability of earnings* tidak memiliki pengaruh pada risiko bisnis.

PEMBAHASAN

Koefisien positif variabel risiko bisnis dapat disebabkan informasi asimetris pada industri *real*

estate dan properti di Indonesia. Jalilvand & Malliaris (2012) mengemukakan jika informasi asimetris merupakan fungsi ketidakpastian yang meningkat, hal itu akan menunjukkan hubungan positif antara pengambilan risiko bisnis dan konsentrasi kepemilikan. Koefisien positif variabel *variability of earnings* menunjukkan perusahaan dengan tingkat *earnings* yang tidak stabil justru mendorong manajemen untuk memegang saham perusahaan.

Koefisien negatif variabel investasi menunjukkan manajemen perusahaan-perusahaan *real estate* dan properti di Indonesia tertarik memegang saham perusahaan apabila laba tidak ditahan untuk investasi, karena investasi dianggap tidak memberikan kepastian hasil yang akan diterima. Tingginya investasi menyebabkan manajemen enggan memiliki saham perusahaan karena dividen yang diterima menjadi berkurang. Pedersen & Thomsen (1999), Carney & Gedajlovic (2002) dan Grob (2007)

menyatakan hubungan negatif investasi dan kepemilikan Koefisien negatif variabel profitabilitas menunjukkan keterbatasan perusahaan dalam menghasilkan profit justru mendorong manajemen memiliki saham perusahaan. Utang tidak memiliki pengaruh pada *insider ownership* sejalan dengan penelitian Jensen *et al.* (1992). Dengan demikian tidak ditemukan bukti bahwa utang menjadi penentu kepemilikan saham oleh manajemen.

Koefisien positif variabel ukuran memperlihatkan investasi banyak dilakukan perusahaan berukuran besar karena kemampuannya dalam menghimpun dana untuk investasi. Kent & Martin (2011) mengemukakan perusahaan kecil cenderung mengakibatkan informasi asimetris yang lebih besar, yang membuat pendanaan eksternal lebih mahal dan kendala kredit pada usaha baru yang lebih kecil.

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel Dependen: Insider Ownership		Variabel Dependen: Investasi		Variabel Dependen: Risiko Bisnis	
Variabel Independen	Hasil	Variabel Independen	Hasil	Variabel Independen	Hasil
Konstanta	-0,45731 (-2,433)**	Konstanta	-2,3501 (-1,672)*	Konstanta	0,75391 (4,062)***
Investasi	-0,047240 (-3,479)***	Insider Ownership	-2,4805 (-3,269)***	Insider Ownership	0,23913 (2,452)**
Risiko Bisnis	0,20318 (1,940)*	Risiko Bisnis	0,71999 (0,9053)	Investasi	0,031929 (2,218)**
Utang	-0,068227 (-1,368)	Utang	-0,65030 (-1,667)*	Utang	0,091859 (1,890)*
Profitabilitas	-0,54979 (-2,745)***	Profitabilitas	-2,6621 (-1,783)*	Profitabilitas	0,18901 (0,9098)
Sales Growth	0,017019 (3,221)***	Sales Growth	0,15201 (3,899)***	Likuiditas	-0,0072245 (-2,000)**
Variability of Earnings	0,95830 (2,158)**	Q Ratio	0,0090146 (0,1604)	Variability of Earnings	-0,27628 (-0,6138)
Ukuran	0,018412 (2,651)***	Ukuran	0,10146 (1,933)*	Ukuran	-0,026927 (-3,944)***
R ² = 0,1387		R ² = 0,1520		R ² = 0,1504	

Keterangan:

- * = Sig. pada tingkat prob. signif = 0,10
- ** = Sig. pada tingkat prob. signif = 0,05
- *** = Sig. pada tingkat prob. signif = 0,01

Interdependensi Antara *Insider Ownership*, Keputusan Investasi, dan Risiko Bisnis

Indri Erkaningrum Florentina

Koefisien negatif variabel *insider ownership* memperlihatkan manajemen perusahaan-perusahaan *real estate* dan properti di Indonesia cenderung berhati-hati membuat kebijakan investasi. Koefisien negatif variabel utang memperlihatkan inkonsistensi pengaruh utang pada investasi. Cheng *et al.* (2010) mengemukakan beberapa temuan memperlihatkan utang berdampak positif pada R & D investasi, temuan lain memberikan efek negatif, sementara yang lain tidak berpengaruh sama sekali. Utang berpengaruh positif pada investasi karena utang memotivasi manajer untuk berinvestasi pada proyek yang menguntungkan. Utang berpengaruh negatif pada investasi karena perusahaan dengan utang yang cukup besar harus menyediakan dana yang cukup besar pula untuk melunasi utang pada saat jatuh tempo, sehingga sumber internal untuk investasi menjadi berkurang. Koefisien negatif variabel profitabilitas memperlihatkan investasi justru dilakukan perusahaan yang terbatas dalam menghasilkan profit. Risiko bisnis dan *q ratio* tidak berpengaruh pada investasi memperlihatkan investasi tidak ditentukan risiko bisnis dan *q ratio*.

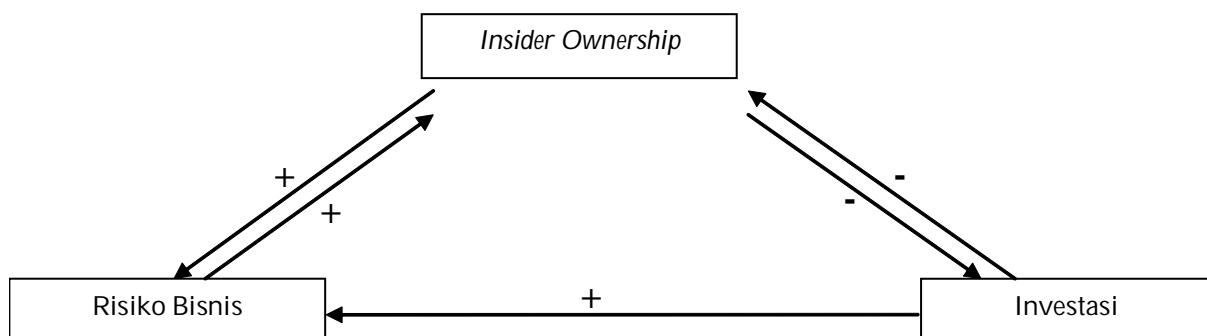
Koefisien positif variabel *insider ownership* dan investasi memperlihatkan pemegang saham perusahaan-perusahaan *real estate* dan properti di Indonesia cenderung berani terhadap risiko bisnis. Profitabilitas dan *variability of earnings* tidak ber-

pengaruh pada risiko bisnis memperlihatkan risiko bisnis tidak ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit dan *variability of earnings*.

Hasil pengujian hipotesis memperlihatkan adanya interdependensi antara variabel *insider ownership*, keputusan investasi dan risiko bisnis. Interdependensi terlihat dari hasil pengujian hipotesis pada persamaan *insider ownership*, investasi dan risiko bisnis; (1) risiko bisnis berpengaruh positif terhadap *insider ownership*; (2) *insider ownership* berpengaruh positif terhadap risiko bisnis; (3) *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap investasi; (4) investasi berpengaruh negatif terhadap *insider ownership*; dan (5) investasi berpengaruh positif terhadap risiko bisnis.

Interdependensi antara variabel *insider ownership*, keputusan investasi dan risiko bisnis dapat digambarkan seperti dalam Gambar 1.

Hubungan antara *insider ownership* dan investasi menunjukkan perusahaan dengan tingkat *insider ownership* tinggi cenderung berhati-hati melakukan investasi, sebaliknya besarnya investasi membuat manajemen enggan memiliki saham perusahaan. Hubungan antara *insider ownership* dan risiko bisnis menunjukkan manajemen pada perusahaan dengan tingkat *insider ownership* tinggi cenderung mengambil kebijakan dengan risiko bisnis yang tinggi, sebaliknya perusahaan yang memiliki



Gambar 1. Hasil Penelitian Mengenai Interdependensi *Insider Ownership*, Keputusan Investasi dan Risiko bisnis pada Industri *Real Estate* dan Properti di Indonesia

risiko bisnis tinggi akan menyebabkan tingkat *insider ownership* menjadi tinggi. Investasi berpengaruh positif pada risiko bisnis menunjukkan besarnya investasi di industri *real estate and property* menyebabkan risiko bisnis yang tinggi. Rockwell (2006) mengemukakan investasi real estate tidak likuid, karena perputaran real estate lebih lambat dibandingkan dengan komoditas lainnya.

Perbandingan antara hasil penelitian dengan hipotesis menunjukkan hipotesis yang terbukti adalah hipotesis $H_{1e'}$, $H_{1g'}$, $H_{2e'}$, $H_{3c'}$, $H_{3e'}$, $H_{3g'}$. Nilai R^2 atau koefisien determinasi yang menunjukkan variasi dari variabel-variabel yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas untuk persamaan *insider ownership* sebesar 0,1387 persamaan investasi sebesar 0,1520 dan persamaan risiko bisnis sebesar 0,1504.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor yang memengaruhi *insider ownership*; keputusan investasi; risiko bisnis dan interdependensi antara *insider ownership*, keputusan investasi, dan risiko bisnis pada industri *real estate* dan properti di Indonesia. Hasil analisis persamaan *insider ownership* memperlihatkan risiko bisnis, *sales growth*, *variability of earnings* dan ukuran berpengaruh positif pada *insider ownership*, sementara investasi dan profitabilitas berpengaruh negatif pada *insider ownership*. *Sales growth* dan ukuran berpengaruh positif pada investasi, sementara *insider ownership*, utang dan profitabilitas berpengaruh negatif pada investasi terlihat dari hasil analisis persamaan investasi. Pengaruh positif *insider ownership*, investasi dan utang pada risiko bisnis, sementara pengaruh negatif likuiditas dan ukuran pada risiko bisnis terlihat dari hasil analisis persamaan risiko bisnis. Interdependensi *insider ownership*, keputusan investasi dan risiko bisnis menunjukkan terdapat interdependensi antara *insider ownership* dan investasi, ter-

dapat interdependensi antara *insider ownership* dan risiko bisnis, investasi memengaruhi risiko bisnis.

Saran

Saran yang dapat disampaikan berdasarkan hasil analisis pada persamaan *insider ownership*, investasi dan risiko bisnis adalah: (1) manajemen yang memiliki saham pada perusahaan-perusahaan *real estate and property* di Indonesia cenderung berhati-hati melakukan investasi. (2) Manajemen perlu memperhatikan rendahnya investasi yang dilakukan perusahaan karena dapat mengakibatkan perusahaan sulit berkembang di masa mendatang. (3) Manajemen yang memiliki saham perusahaan *real estate and property* di Indonesia relatif berani terhadap risiko, terlihat dari kebijakan yang mengarah pada risiko bisnis tinggi. Namun demikian, hal yang perlu diperhatikan adalah keberanian terhadap risiko tidak disertai dengan besarnya investasi.

Saran yang dapat digunakan sebagai arah bagi penelitian yang akan datang adalah: (1) penggunaan sampel untuk setiap industri pada seluruh perusahaan di Indonesia baik dipergunakan untuk penelitian selanjutnya agar memperoleh hasil yang dapat diperbandingkan pada masing-masing industri dan dapat mencerminkan keadaan seluruh perusahaan di Indonesia. (2) Penelitian yang akan datang hendaknya mempergunakan data *insider ownership* yang benar-benar mencerminkan kepemilikan saham oleh manajemen untuk memperoleh hasil yang sesuai dengan kenyataan yang ada.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. 1998. Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firm in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9-10): 1127-1155.
- Allen, D.E. 1993. The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence. *Applied Financial Economics*, 3(2): 101-112.

Interdependensi Antara *Insider Ownership*, Keputusan Investasi, dan Risiko Bisnis

Indri Erkaningrum Florentina

- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, (Spring): 26-35.
- Baumol, W.J. & Blinder, A.S. 2012. *Economics: Principles and Policy*. 12th International Edition. Publisher: Joe Sabatino. South-Western Cengage Learning.
- Black, K. 2012. *Business Statistics for Contemporary Decision Making*. 7th Edition. Published by John Wiley & Sons, Inc.
- Brigham, E.F. & Daves, P.R. 2010. *Intermediate Financial Management*. 10th Edition. Published by South-Western Cengage Learning.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. 2009. *Fundamentals of Financial Management*. 12th Edition. Published by South-Western Cengage Learning.
- Carney, M. & Gedajlovic, E. 2002c. Institutional Change and Firm Adaptation: Toward a Typology of Southeast Asian Corporate Forms. *Asia Pacific Business Review*, 8(3): 31-60.
- Chen, C.R. & Steiner, T. L. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review*, 34(1): 119-136.
- Cheng, F.L., Alice, C.L. & John L. (Ed.). 2010. *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management*. Published by Springer Science+Business Media, LLC.
- Erkaningrum, F.I. 2012. Interactions Among Insider Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Investment Decision, and Business Risk. Diikutsertakan dalam Journal of Indonesian Economy and Business (JIEB) Call For Paper 2012 dan sedang dalam proses penerbitan di *Journal of Indonesian Economy and Business*, 28(1).
- Friend, I. & Hasbrouck, J. 1987. Determinants of Capital Structure. *Research in Finance*, 7. Andy Chen, ed. Greenwich, CT: JAI Press, Inc.
- Friend, I. & Lang, L.H.P. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43 (June): 271-281.
- Galindo, A. & Schiantarelli F. (Ed.). 2003. *Credit Constraints and Investment in Latin America*. Inter-American Development Bank. Produced by the IDB Public Information and Publications Section.
- Ghosh, A., Cai, F. & Fosberg, R.H. 2008. *Capital Structure and Firm Performance*. Published by Transaction Publishers. New Brunswick, New Jersey.
- Glade, T., Anderson, M. & Crozier, M. 2005. *Landslide Hazard and Risk*. Published by John Wiley & Sons Ltd.
- Grob, K. 2007. *Equity Ownership and Performance An Empirical Study of German Traded Companies*. Published by Physica-Verlag Heidelberg New York.
- Jalilvand, A. & Malliaris, A.G. (Ed.). 2012. *Risk Management and Corporate Governance*. Published by Taylor and Francis.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. & Zorn, T.S. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2): 247-263.
- Kaur, K. 1997. *Size Growth and Profitability of Firms*. Gyan Publishing House 5 Ansari Road. New Delhi.
- Kent, B.H. & Martin, G.S. 2011. *Capital Structure and Corporate Financing Decisions, Theory Evidence and Practice*. Kolb Series in Finance. Published by John Wiley & Sons, Inc.
- Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W. & Scott, D.F. Jr. 2004. *Foundations of Finance The Logic and Practice of Financial Management*. Published by Pearson Education Asia Limited and Tsinghua University Press.
- Leland, H. & Pyle, D. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32(2): 371-388.
- Lenz, R.K. 2010. *Post-LBO Development, Analysis of Changes in Strategy, Operations, and Performance after the Exit from Leveraged Buyouts in Germany*. 1st Edition, Published by GWV Fachverlage GmbH Wiesbaden.
- Madura, J. 2007. *Introduction to Business*. Fourth Edition. Published by Thomson South-Western.
- Meier, M., Sinzig, W. & Mertens, P. 2005. *Enterprise Management with SAP SEMTM / Business Analytics*. Second Edition. Published by Springer.
- Melicher, R.W. & Norton, E.A. 2011. *Introduction to Finance, Markets, Investments and Financial Management*. 14th Edition. Published by John Wiley & Sons, Inc.

- Mwape, B. & Mumba, J. 2012. *Tools for Policy Research*. Author House™ 1663 Liberty Drive Bloomington, IN 47403.
- Parikh, P. 2009. *Value Investing and Behavioral Finance, Insights into Indian Stock Market Realities*. Published by Tata Mc Graw-Hill Education Private Limited.
- Pedersen T. & Thomsen S. 1999. Economic and Systemic Explanations of Ownership Concentration Among European's Largest Companies. *International Journal of the Economics of Business*, 6(3): 367-381.
- Puttick, G. & Esch, S.V. 2007. *The Principles and Practice of Auditing*. Ninth Edition. Published by Juta & Co. Ltd.
- Rockwell Publishing Company. 2006. Insider's Guide to Passing The California Real Estate Exam.
- Ross, S. 1977. The Determinants of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, *Journal of Economics*, 8(1): 23-40.
- Sartono, A. 2001. Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer dalam Perusahaan terhadap Pembelanjaan Modal: Managerial Hypotheses atau Pecking Order Hypotheses? *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 16(1): 54-63.
- Schaan, D.N. 2007. *An Empirical Investigation of Corporate Investment Decisions*. A Dissertation Submitted in Partial Satisfaction of The Requirements for The Degree of Doctor of Philosophy in Economics in The Graduate Division of The University of California, Berkeley.
- Tsui, A.S. & Lau, C.M. (Ed.). 2002. *The Management of Enterprises in the People's Republic of China*. Kluwer Academic Publishers.
- Umana, I.D.H. 2002. *Institutions and Innovation in the Manufacturing Industry of Colombia*. Published by Universidad Nacional de Colombia. Facultad de Ciencias Economicas.
- Utz, R.J. (Ed.). 2008. *Sustaining and Sharing Economic Growth in Tanzania*. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. Washington, D.C.
- Vermeulen, S. & Cotula, L. 2010. *Making the Most of Agricultural Investment: A Survey of Business Models that Provide Opportunities for Smallholders*. FAO and IIED.
- Whittington, O.R. & Delaney, P.R. 2008. *Wiley CPA Exam Review 2008: Business Environment and Concepts*. Published by John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.
- Xu, J., Yasinzai, M. & Lev, B. (ed.). 2012. *Proceeding of the Sixth International Conference on Management Science and Engineering Management Focused on Electrical and Information Technology*. Volume 1. Published by Springer-Verlag London.
- Zsolnai, L. (Ed.). 2011. *Ethical Principles and Economic Transformation – A Buddhist Approach*. Published by Springer Dordrecht Heidelberg London New York.