

## BAB IV

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 4.1. Deskripsi Unit Analisis

Dalam bab ini diuraikan data-data yang dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan hasil pengolahan data. Pada penelitian data yang diolah adalah *Return Saham*, CER, OHE, NIM, NPM, dan OCS. Terdapat dua persamaan karena peneliti menggunakan dua metode hitung untuk variabel OHE. Perusahaan yang dijadikan sampel penelitian adalah perusahaan sektor perbankan yang *listing* di BEI dengan periode 4 tahun yaitu tahun 2006-2009, dengan sampel sebanyak 19 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel.

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran distribusi frekuensi data dan beberapa hitungan pokok statistik, seperti *mean*, *median*, *maximum*, *minimum*, dan standar deviasi (Winarno, 2009). Hasil statistik deskriptif terlihat dalam tabel 4.1 :

**Tabel 4.1**  
**Statistik deskriptif *Return* saham, CER, OHE, NIM, NPM, dan OCS**

	RETURN?	CER?	OHE?	NIM?	NPM?	OCS?
Mean	0.025001	0.643567	0.123625	0.056425	0.090453	0.054204
Median	0.017813	0.616928	0.110257	0.054250	0.093350	0.054278
Maximum	0.275606	1.547692	0.287822	0.111600	0.299300	0.079566
Minimum	-0.064504	0.392064	-0.056260	0.023800	-0.725500	0.022123
Std. Dev.	0.048198	0.190443	0.062749	0.018128	0.124587	0.012070
Observations	76	76	76	76	76	76
Cross sections	19	19	19	19	19	19

Sumber : Output pengolahan dengan Eviews 7.1

Berdasarkan Tabel 4.1 untuk *return* saham yang memiliki nilai tertinggi sebesar 0.275606 (INPC/2007) dan nilai terendah sebesar -0.064504

(BBNI/2008), rata-rata *return* saham (*mean*) sebesar 0.025001, dengan nilai standar deviasi 0.048198.

CER menunjukkan tingkat efisiensi mengelola biaya suatu bank, semakin rendah tingkat CER berarti semakin efisien manajemen bank dalam mengelola kegiatannya. bank yang memiliki nilai CER tertinggi sebesar 1.547692 (BEKS/2006) sedangkan untuk nilai terendah 0.392064 (BSWD/2009), rata-rata CER (*mean*) sebesar 0.643567, dengan nilai standar deviasi 0.190443. Semakin tinggi standar deviasi maka data semakin bervariasi.

Overhead efficiency digunakan untuk melihat kemampuan suatu bank mengelola biaya *overhead*-nya. Nilai OHE tertinggi sebesar 0.287822 (MAYA/2009) sedangkan untuk nilai terendah -0.056260 (BVIC/2009), rata-rata OHE (*mean*) sebesar 0.123625, dengan nilai standar deviasi 0.062749.

NIM digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen bank dalam mengelola aktiva produktifnya untuk menghasilkan pendapatan bunga bersih. Nilai NIM tertinggi sebesar 0.111600 (BBRI/2006) sedangkan untuk nilai terendah 0.023800 (BVIC/2009), rata-rata NIM (*mean*) sebesar 0.056425, dengan nilai standar deviasi 0.018128.

NPM digunakan untuk menilai kemampuan manajemen perusahaan untuk menghasilkan laba yang tinggi dari penjualannya. Nilai NPM tertinggi sebesar 0.299300 (BBCA/2008) sedangkan untuk nilai terendah -0.725500 (BEKS/2009), rata-rata NPM (*mean*) sebesar 0.090453, dengan nilai standar deviasi 0.124587.

Dalam menghitung OCS peneliti menggunakan rumus WACC, yang digunakan untuk menghitung minimum *expected return* dari investasi yang

dilakukan oleh *shareholder* dan *bondholder*. Nilai OCS tertinggi sebesar 0.079566 (BDMN/2007) sedangkan untuk nilai terendah 0.022123 (BABP/2008). Rata-rata OCS (*mean*) sebesar 0.054204, dengan nilai standar deviasi 0.012070.

## **4.2. Hasil Penelitian dan Pembahasan**

Bagian ini menjelaskan tentang hasil dari peringkat bank berdasarkan rasio efisiensi, pengujian asumsi klasik, analisis regresi berganda serta pengujian hipotesis.

### **4.2.1. Peringkat Bank Berdasarkan Rasio Efisiensi**

Setelah melakukan penghitungan rasio efisiensi terhadap sample perbankan yang akan diteliti, maka berikut ini adalah peringkat 3 (tiga) teratas bank yang efisien dan peringkat terakhir bank yang kurang efisien per tahun :

1. Tahun 2006, bank yang terefisien adalah BNII, MAYA, dan BDMN sedangkan yang kurang efisien adalah BBNI.
2. Tahun 2007, bank yang terefisien adalah BDMN, BKSU, dan MEGA sedangkan yang kurang efisien adalah BEKS.
3. Tahun 2008, bank yang terefisien adalah BDMN, MEGA, dan BVIC sedangkan yang kurang efisien adalah BBAP.
4. Tahun 2009, bank yang terefisien adalah BDMN, BSWD, MEGA sedangkan yang kurang efisien adalah BBAP.

### **4.2.2. Pemilihan Model Data Panel**

Dalam penelitian ini digunakan analisis regresi data panel dan sudah dijelaskan pada bab sebelumnya. Terdapat tiga model pendekatan yang akan

digunakan, yaitu *pooled least square* (PLS), *fixed effect*, dan *random effect*. Untuk memilih model yang terbaik digunakan beberapa pengujian untuk membandingkan model tersebut :

### 1. *Chow Test*

Chow Test digunakan untuk menentukan yang terbaik antara model PLS atau model *fixed effect*. Melalui pengujian statistik, pemilihan diantara kedua model ini dapat terselesaikan dengan pengujian *F-Stat*, berikut perhitungannya :

$$CHOW = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{URSS/(NT - N - K)}$$

Hasil pengujian *chow test* dapat dilihat pada tabel 4.2 :

**Tabel 4.2**  
***Chow Test***

	<b>Chow</b>
<b>RSS</b>	0.155492
<b>URSS</b>	0.129151
<b>m</b>	18
<b>n - k</b>	68
<b>NILAI <i>F-Stat</i></b>	0.770496895
<b>F Tabel</b>	1.84

Sumber : diolah oleh penulis

Hasil perhitungan pada table 4.2 adalah Nilai *F-Stat* lebih kecil dibandingkan dengan *F-tabel*, ( $0,77 < 1,84$ ). Kesimpulannya adalah penelitian ini menggunakan model PLS.

Dalam menentukan apakah sebuah model regresi dapat digunakan, maka perlu melihat pada tiga kriteria yang umum (*rule of thumb*) yang digunakan yaitu (Gujarati, 2004) :

1. Kriteria ekonomi (tanda dan besaran), yaitu melihat kecocokan tanda dan nilai koefisien penduga dengan teori dan nalar
2. Kriteria statistik (uji t, uji F, dan  $R^2$ ), yaitu menyangkut uji terhadap koefisien dari variabel bebas (uji t), uji F atau uji model keseluruhan, dan melihat koefisien determinasi  $R^2$  atau adjusted  $R^2$ .
3. Kriteria ekonometrika, yaitu menyangkut pelanggaran asumsi klasik.

Dari hasil uji chow, telah menunjukkan bahwa model yang digunakan adalah Model PLS, namun dari hasil uji statistik secara keseluruhan ternyata penggunaan *fixed effect model* memberikan hasil yang lebih signifikan daripada model PLS dalam penelitian. Sesuai dengan *rule of thumb*, maka penelitian ini menggunakan *fixed effect model*.

Hal lain yang juga menjadi alasan penggunaan *fixed effect model* dalam penelitian ini, yaitu dengan *fixed effect model* dapat diketahui nilai konstanta yang berbeda-beda untuk masing-masing perusahaan. Perbedaan pada konstanta menggambarkan karakteristik yang berbeda untuk masing-masing perusahaan. Dengan model PLS, konstanta untuk setiap perusahaan dianggap sama sehingga tidak merepresentasikan karakteristik yang berbeda dari setiap perusahaan.

#### **4.2.3. Uji Asumsi Klasik**

##### **a) Uji Multikolinearitas**

Dalam model yang baik selalu diasumsikan bahwa antarvariabel bebas tidak saling berkorelasi atau tidak terdapat multikolinearitas. Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas digunakan cara menghitung koefisien

korelasi antarvariabel bebas. Korelasi antar dua variabel terjadi apabila memiliki nilai koefisien korelasi diatas 0,8 (Gujarati, 2004). Dari hasil pengujian diperoleh matriks tabel 4.3, dapat dilihat bahwa antarvariabel bebas tidak memiliki nilai koefisien korelasi diatas 0,8. Oleh karena itu disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas dalam penelitian ini.

**Tabel 4.3**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**

	CER	BURDEN	NIM	NPM	OCS
CER	1.000000	0.431224	-0.218577	-0.703555	-0.245560
BURDEN	0.431224	1.000000	0.597774	-0.426294	-0.084237
NIM	-0.218577	0.597774	1.000000	0.094275	0.139685
NPM	-0.703555	-0.426294	0.094275	1.000000	0.177749
OCS	-0.245560	-0.084237	0.139685	0.177749	1.000000

Sumber : Output pengolahan dengan Eviews 7.1

#### b) Uji Heterokedastisitas

Pengujian Heterokedastisitas dilakukan dengan menggunakan *white Heteroskedasticity test* pada program EViews. Dalam uji *white* nilai yang harus diperhatikan adalah Obs\*R-squared dan probabilitasnya.

Hipotesa heterokedastisitas :

$H_0$  : tidak ada heterokedastisitas

$H_1$  : ada heterokedastisitas

Dan kriteria pengambilan keputusan :

1. Jika probabilitas dari Obs\*R-squared  $> 5\%$ , maka  $H_0$  diterima.
2. Jika probabilitas dari Obs\*R-squared  $< 5\%$ , maka  $H_0$  ditolak.

Hasil uji heterokedastisitas dapat dilihat pada tabel 4.4

**Tabel 4.4**  
**Uji Heterokedastisitas**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.856971	Prob. F(5,70)	0.5145
Obs*R-squared	4.383787	Prob. Chi-Square(5)	0.4956
Scaled explained SS	19.67124	Prob. Chi-Square(5)	0.0014

Sumber : Output pengolahan dengan Eviews 7.1

Pada tabel 4.4 Nilai Obs\*R-squared adalah 4,383787 dan nilai probabilitasnya adalah  $0.4956 > 0.05$ , maka  $H_0$  diterima dan disimpulkan tidak ada heterokedastis dalam penelitian ini.

**c) Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui adanya korelasi antara anggota observasi satu dengan observasi lain yang berlainan waktu (Widarjono, 2009). Identifikasi adanya autokorelasi peneliti lakukan dengan melihat nilai *Durbin-Watson* (DWStat) dan kemudian membandingkannya dengan tabel *Durbin-Watson*.

Dari hasil regresi *fixed effect model* pada tabel 4.6 hasil nilai DWstat sebesar 2,978950. Setelah membandingkan nilai DWstat dengan DW tabel, ternyata didapat hasil bahwa  $4 - d_U \leq d \leq 4 - d_L$  yang berada di daerah tidak ada kesimpulan.

Karena tidak dapat diputuskan, kemudian dilanjutkan dengan uji *Breusch-Godfrey* dengan hasil pada tabel 4.5 :

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji *Breusch-Godfrey***

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.797691	Prob. F(2,68)	0.1735
Obs*R-squared	3.816573	Prob. Chi-Square(2)	0.1483

Sumber : Output pengolahan dengan Eviews 7.1

Hasil dari tabel 4.5 bahwa *prob. Chi-Square* adalah  $0.1483 > 0,05$ .

Maka  $H_0$  diterima, sehingga disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada penelitian ini.

#### 4.2.4. Analisis Regresi Berganda

##### 4.2.4.1. Fixed Effect Model

Hasil regresi dengan *fixed effect model* dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut :

**Tabel 4.6**

**Hasil Regresi dengan *Fixed Effect Model***

Dependent Variable: RETURN?  
 Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2006 2009  
 Included observations: 4  
 Cross-sections included: 19  
 Total pool (balanced) observations: 76  
 Linear estimation after one-step weighting matrix  
 White period standard errors & covariance (no d.f. correction)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.193034	0.040536	4.762029	0.0000
CER?	-0.085114	0.034614	-2.458920	0.0173
BURDEN?	-0.340339	0.081148	-4.194066	0.0001
NIM?	-1.030982	0.447742	-2.302624	0.0253
NPM?	-0.115235	0.013385	-8.609417	0.0000
OCS?	-0.047714	0.350609	-0.136089	0.8923

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.497757	Mean dependent var	0.037191
Adjusted R-squared	0.275611	S.D. dependent var	0.060601
S.E. of regression	0.049836	Sum squared resid	0.129151
F-statistic	2.240675	Durbin-Watson stat	2.978950
Prob(F-statistic)	0.008182		

Sumber : output pengolahan dengan Eviews 7

Berikut ini adalah persamaan regresi dari hasil pada tabel 4.6 :

$$\text{RETURN} = 0.193034 - 0.085114 * \text{CER} - 0.340339 * \text{BURDEN} \\ + 1.030982 * \text{NIM} - 0.115235 * \text{NPM} - 0.047714 * \text{OCS}$$

#### 4.2.4.1.1. Uji Hipotesis

Setelah melakukan regresi, uji hipotesis dilakukan untuk melihat pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara simultan dan parsial, dan melihat berapa persen variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat.

##### a. Uji – t

###### 1. Pengaruh CER terhadap *return* saham

Variabel CER memiliki nilai prob t-stat sebesar 0.0173, hasil ini menunjukkan bahwa nilai prob t-stat < 0,05 yang berarti  $H_0$  ditolak atau variabel CER berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Nilai koefisien pada variabel CER sebesar -0.085114 menjelaskan bahwa setiap kenaikan CER sebesar 1%, maka *return* saham menunjukkan penurunan sebesar 0.085114, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Karena nilai koefisien menunjukkan angka negatif berarti mengindikasikan bahwa hubungan CER dengan *return* saham adalah negatif atau terbalik.

###### 2. Pengaruh OHE terhadap *return* saham

Variabel OHE memiliki nilai prob t-stat sebesar 0.0001, hasil ini menunjukkan bahwa nilai prob t-stat < 0,05 yang berarti  $H_0$  ditolak atau variabel OHE berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Nilai koefisien pada variabel OHE sebesar -0.340339 menjelaskan bahwa setiap kenaikan OHE sebesar 1%, maka *return* saham menunjukkan penurunan sebesar 0.340339, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Karena nilai koefisien menunjukkan angka negatif berarti mengindikasikan bahwa hubungan OHE dengan *return* saham adalah negatif atau terbalik.

### 3. Pengaruh NIM terhadap *return* saham

Variabel NIM memiliki nilai prob t-stat sebesar 0.0253, hasil ini menunjukkan bahwa nilai prob t-stat < 0,05 yang berarti  $H_0$  ditolak atau variabel NIM berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Nilai koefisien pada variabel NIM sebesar -1.030982 menjelaskan bahwa setiap kenaikan NIM sebesar 1%, maka *return* saham menunjukkan penurunan sebesar 1.030982, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Karena nilai koefisien menunjukkan angka negatif berarti mengindikasikan bahwa hubungan NIM dengan *return* saham adalah negatif atau terbalik.

### 4. Pengaruh NPM terhadap *return* saham

Variabel NPM memiliki nilai prob t-stat sebesar 0.0000, hasil ini menunjukkan bahwa nilai prob t-stat < 0,05 yang berarti  $H_0$  ditolak atau variabel NPM berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Nilai koefisien pada variabel NPM sebesar -0.115235 menjelaskan bahwa setiap kenaikan NPM sebesar 1%, maka *return* saham menunjukkan penurunan sebesar 0.115235, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Karena nilai koefisien menunjukkan angka negatif berarti mengindikasikan bahwa hubungan NPM dengan *return* saham adalah negatif atau terbalik.

#### 5. Pengaruh OCS terhadap *return* saham

Variabel OCS memiliki nilai prob t-stat sebesar 0.8923, hasil ini menunjukkan bahwa nilai prob t-stat  $> 0,05$  yang berarti  $H_0$  diterima atau variabel OCS tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Nilai koefisien pada variabel OCS sebesar -0.047714 menjelaskan bahwa setiap kenaikan OCS sebesar 1%, maka *return* saham menunjukkan penurunan sebesar 0.047714, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Sedangkan nilai koefisien menunjukkan angka negatif berarti mengindikasikan bahwa hubungan OCS dengan *return* saham adalah negatif atau terbalik.

#### b. Uji F

Berdasarkan hasil regresi dengan *fixed effect model* pada tabel 4.6 hasil F hitung adalah 2.240675 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,008182. Karena  $0,008182 < 0,05$  maka menunjukkan bahwa nilai  $p\text{-value} < \alpha$  yang berarti  $H_0$  ditolak, sehingga disimpulkan bahwa

variabel CER, OHE, NIM, NPM dan OCS berpengaruh secara bersamaan terhadap *return* saham.

**c. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan suatu model dalam menjelaskan variasi variabel terikat. Hasil dari tabel 4.6 diperoleh nilai  $R^2$  sebesar 0,497757, dengan demikian nilai ini menunjukkan bahwa CER, OHE, NIM, NPM dan OCS dapat menjelaskan variasi pada *return* saham sebesar 49,77%, sedangkan sisanya 50,23% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

#### **4.2.5. Pembahasan Hasil Penelitian**

##### **4.2.5.1. Pengaruh CER Terhadap *Return* Saham**

Dalam penelitian ini variabel CER memiliki hubungan negatif dan berpengaruh signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Caesaria (2009) dimana CER memiliki hubungan negatif terhadap *return* saham.

Variabel CER menilai efisiensi operasional suatu bank dari biaya-biaya yang berasal dari *non-interest income* dan *interest income*, yang dikeluarkan untuk kegiatan operasional perbankan. Secara teori semakin tinggi CER berarti bahwa manajemen bank cenderung menghasilkan laba yang relatif lebih kecil sebagai akibat operasionalisasi-nya kurang efisien atau biaya operasionalnya relatif besar, kondisi ini menurunkan reputasi

bank sehingga pada akhirnya akan berdampak pada harga saham perusahaan dan selanjutnya adalah semakin menurunnya *return* saham.

#### **4.2.5.2. Pengaruh OHE Terhadap *Return* Saham**

Tingkat efisiensi yang tinggi dalam kegiatan operasional sebuah bank akan ditentukan pada seberapa jauh bank dapat menekan biaya *overhead*-nya dan dapat mendorong naik besaran *earning assets*-nya (Ali, 2004).

Hasil untuk variabel OHE memiliki hubungan negatif dan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Karena saat *non-interest expense* dan *non-interest income* dibandingkan dengan pengelolaan asset, ketika hasil yang didapat semakin tinggi nilai OHE maka semakin buruk kinerja bank (Koch & McDonald, 2000), tingginya nilai OHE menurunkan reputasi bank dimata para investor. Sehingga berpengaruh pada *return* saham, karena sahamnya dilepas atau dijual.

#### **4.2.5.3. Pengaruh NIM terhadap *Return* Saham**

Hasil untuk variabel NIM memiliki hubungan negatif dan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Secara teori NIM mengindikasikan seberapa baik manajemen bank bisa mempertahankan peningkatan pendapatan dengan menghitung seberapa besar selisih antara pendapatan bunga (*interest revenue*) dan bunga biaya-biaya manajemen dapat diperoleh dengan *close control* terhadap pendapatan aset dan mengejar sumber pendanaan yang

murah/mudah. Sehingga bisa disimpulkan bahwa NIM memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham.

Karena menghasilkan pengaruh negatif, kemungkinan meskipun terjadi peningkatan NIM yang secara tidak langsung juga meningkatkan laba dan memberikan ekspektasi *return* yang besar bagi investor, namun krisis global pada tahun 2008 memberikan pengaruh negatif pada *return* saham, dikarenakan biaya operasional yang juga ikut membengkak.

Dengan rata-rata rasio NIM perbankan selama periode 2006-2009 sebesar 5,64%, besaran rasio tersebut memenuhi besaran PK1 (Peringkat Komposit 1) rasio NIM ( $\geq 3\%$ ), sehingga bank cenderung memilih pemenuhan TKS (Tingkat Kesehatan) bank tanpa mempertimbangkan *lending rate* dan pada akhirnya berdampak pada kurang terangsangnya pertumbuhan sektor *riil* sehingga kenaikan NIM pada akhirnya berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

#### **4.2.5.4. Pengaruh NPM terhadap *Return* Saham**

Hasil untuk variabel NPM memiliki hubungan negatif dan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Secara teori NPM merupakan hasil akhir operasi suatu perusahaan untuk suatu periode dan merupakan salah satu indikator yang efektif untuk menarik kesimpulan mengenai kemampuan manajemen perusahaan. NPM tinggi, berarti perusahaan tersebut memiliki efisiensi yang tinggi dan juga berarti menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang tinggi.

Karena berpengaruh negatif kemungkinan manajemen memang mampu meningkatkan nilai NPM namun ketika dihubungkan dengan biaya yang terus meningkat maka bukan menjadi pilihan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi, dan juga ketika *profit* yang dialokasikan ke jumlah pinjaman dan investasi tidak berjalan baik, sehingga berdampak pada penurunan *return* saham.

#### 4.2.5.5. Pengaruh OCS terhadap *Return* Saham

Hasil untuk variabel OCS memiliki hubungan negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hubungan negatif ini bertolak belakang dengan hasil yang diperoleh peneliti sebelumnya Caesaria (2009) yang memperoleh hasil hubungan positif dengan *return* saham.

Dalam penelitian ini OCS dihitung dengan menggunakan rumus WACC. Secara teori WACC digunakan sebagai penilaian investor baik *bondholder* maupun *shareholder* untuk mendapatkan *return* minimum dari jumlah investasi yang akan ditanamkan. Hubungan negatif tidak signifikan karena koreksi negatif pasar terhadap saham-saham bank kemungkinan karena adanya beberapa bank yang melakukan *stock split*, *right issue*, *Employee Stock Option Plan* (ESOP) / *Management Stock Option Plan* (MSOP), sehingga berpengaruh pada turunnya *leverage* yang selanjutnya menurunkan harga saham. Tidak terlepas dengan kondisi krisis global pada tahun 2008 kecenderungan pemegang saham untuk melepas sahamnya dan kemudian perusahaan jarang menggunakan equitas sebagai

sumber modalnya namun lebih memilih dana *internal (retained earning)* apabila tersedia dana *external* maka hutang yang lebih dipilih, sebab biaya informasi dari hutang lebih rendah dari ekuitas, mengakibatkan turunnya harga saham yang berdampak pada turunnya return saham.