Volume/No.: 18/1
Januari 2014



Keuangan dan Perbankan

ISSN: 1410 - 8089



Akreditasi Jurnal Ilmiah SK No.: 040/P/2014

ISSN: 1410-8089

Keuangandan Perbankan

Volume 18, No. 1 Januari 2014

Ketua Editor Sari Yuniarti

Staf Ahli

Sugeng Haryanto Eko Yuni Prihantono

Editor Ahli (Mitra Bebestari)

Abdul Mongid (STIE Perbanas Surabaya), Ahmad Erani Yustika (Universitas Brawijaya Malang), Dezie L.Warganegara (BINUS Business School, BINUS University Jakarta), Djoko Wintoro (Prasetiya Mulya Business School Jakarta), Endri (ABFI Institut Perbanas Jakarta), Grahita Chandrarin (Universitas Merdeka Malang), Harijono (Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga), Harmono (Universitas Merdeka Malang), Imam Ghozali (Universitas Diponegoro Semarang), Izah Mohd Tahir (University Sultan Zainal Abidin-UniSZA, Malaysia), Kartono Liano (Mississippi State University, MS-USA), Ri'fat Pasha (Bank Indonesia), R.Wilopo (STIE Perbanas Surabaya), Sugeng Wahyudi (Universitas Diponegoro Semarang), Supramono (Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga), Susumu Ueno (Konan University, Japan), Taufik Saleh (Bank Indonesia), Yanthi R.I Hutagaol (BINUS Business School, BINUS University Jakarta).

Editor Pelaksana
Eko Aristanto
Erni Susana
Lita Dwipasari
Yusaq Tomo Ardianto

Pelaksana Tata Usaha

Abdul Kadir Agus Santoso Agus Tukiyan

Redaksi menerima sumbangan tulisan yang relevan dengan pengembangan ilmu bidang Keuangan dan Perbankan. Tulisan harus asli (bukan plagiat) hasil pemikiran, penelitian, dan pendapat disertai acuan/pustaka sebagaimana tulisan ilmiah, dan belum pernah dipublikasikan pada penerbitan lain. Tulisan yang tidak dimuat dalam dua nomor penerbitan berturut-turut dianggap tidak memenuhi syarat dan tidak dikembalikan.



KEUANGAN

Anteseden Probabilitas Financial Distress pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia Triani Pujiastuti, Yuharningsih	
Model Mediasi dalam Hubungan antara Intellectual Capital Disclosure, Nilai Perusahaan, dan Financial Performance Desak Nyoman Sri Werastuti	
Hubungan Struktur Kepemilikan, Tingkat Utang, Dividen, dan Nilai Perusahaan dalam Mengurangi Konflik Keagenan di Indonesia Sri Dwi Ari Ambarwati, Khoirul Hikmah	
Nilai Perusahaan: Dampak Interaksi antara Profitabilitas dan Risiko Finansial pada Perusahaan Manufaktur Meythi, Oktavianti, Riki Martusa	
Utang dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan Sri Isworo Ediningsih, Nilmawati, Joko Sukendro	
Laba Akuntansi, <i>Leverage</i> , dan Ukuran Perusahaan terhadap Harga Saham di Bursa Efek Indonesia <i>Pujo Gunarso</i>	
Daya Informasi Akuntansi Memoderasi Pengaruh Positif Corporate Social Responsibilty terhadap Cost of Equity Capital Gede Adi Yuniarta, Yuli Agustini	
Transaksi Pihak Hubungan Istimewa dan Manajemen Laba pada Penawaran Saham Perdana Reni Yendrawati, Sophia Anggarda Paramitha	
The Impact of Inflation Rates and Us Dollar Exchange Rates on Indonesian Stock Market Index Return Volatility Riko Hendrawan, Rifqi Dzakiri	
Sustainabilitas Kinerja Finansial: Studi dalam Perspektif Knowledge Management, Talent Development, dan Modal Sosial Pudjo Sugito, Kamaluddin	9.
PERBANKAN	
Faktor Determinan Marjin Bunga Bersih Bank Pembangunan Daerah di Indonesia: Suatu Studi Data Panel Pamuji Gesang Raharjo	10
Risiko NPL Kredit Bank Pembangunan Daerah sebagai Regional Champion Rofikoh Rokhim, Mal Isnaini Sri Mey Yanti	12
Prediksi Kebangkrutan Bank-Bank yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Farida Titik Kristanti	13
Lingkungan Bisnis dan Budaya Organisasi: Peranannya terhadap Strategi Bisnis dan Kinerja Bank Umum Syariah Arief Purwanto	13
Efektivitas Jalur Kredit dalam Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia Regina Mayo, Ghozali Maskie, Devanto Shasta Pratomo	15

Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol.18, No.1 Januari 2014, hlm. 52–62 Terakreditasi SK. No. 040/P/2014 http://jurkubank.wordpress.com

UTANG DAN PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Sri Isworo Ediningsih Nilmawati Joko Sukendro

Abstract

The purpose of this paper was to investigate the influence of debt on profitability of firms listed on Indonesian Stock Exchange. Multiple regression analysis was used in the study in estimating the relationship between debt and firm performance. This study also used three of accounting-based measures and one of market-based measure of financial performance i.e. return on equity (ROE), return on assets (ROA), gross profit margin (GPM), and Tobin's Q). Based on a sample of non-financial Indonesian firms listed from 2006 to 2010 the results revealed that debt had a negative impact on firm's performance. The result showed that industry of Hotel and Travel, and Construction was susceptible to use debt.

Key words: debt, firm age, firm size, growth, leverage, profitability

Utang merupakan salah satu sumber dana yang dapat dimanfaatkan sebagai modal bagi perusahaan di saat sumber dana internal perusahaan sudah tidak mencukupi untuk perkembangan perusahaan. Ketika utang kemudian diputuskan dijadikan sebagai sumber pendanaan, maka akan memengaruhi komposisi sumber dana perusahaan, dengan kata lain penggunaan utang akan memengaruhi struktur modal perusahaan (perimbangan antara utang dan modal sendiri).

Teori struktur modal yang dikaitkan dengan nilai perusahaan menjadi permasalahan yang menarik sampai saat ini sejak Modigliani & Miller (1958) menyampaikan penelitiannya yang membahas tentang ketidakrelevanan struktur modal. Modigliani & Miller berargumen dengan didasari pada asumsi yang restriktif, yaitu pasar modal adalah sempurna, investor mempunyai ekspektasi yang homogen, tidak ada pajak dan tidak ada biaya transaksi, sehingga struktur modal adalah tidak relevan dalam penentuan nilai perusahaan. Menurut mereka, nilai sebuah perusahaan ditentukan oleh aset riil perusahaan, bukan oleh kombinasi sekuritas yang diterbitkan. Bagaimanapun juga keterbatasan dari asumsi Modigliani & Miller adalah bahwa situasi tersebut tidak mungkin terjadi dalam dunia nyata.

Teori ketidakrelevanan struktur modal menjadi titik awal pembahasan tentang struktur modal yang dikaitkan dengan kinerja perusahaan. Tulisan

Korespondensi dengan Penulis: Sri Isworo Ediningsih: Telp. +62 274 486 733 E-mail: wororio@yahoo.co.id

Utang dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan

Sri Isworo Ediningsih, Nilmawati, & Joko Sukendro

dan penelitian-penelitian selanjutnya mencoba mencari kejelasan keterkaitan dua hal tersebut. Diawali tulisan oleh Jensen & Meckling (1976) yang menunjukkan bahwa besarnya leverage dalam struktur modal perusahaan memengaruhi agency conflict antara manajer dengan pemegang saham, karena di satu sisi leverage merupakan alternatif pendanaan bagi manajer dalam kerangka peningkatan kinerja perusahaan, namun di sisi lain ini merupakan risiko bagi para pemegang saham. Tulisan ini secara tidak langsung menunjukkan bahwa struktur modal dapat memengaruhi kinerja perusahaan.

Temuan-temuan selanjutnya terkait dengan penggunaan utang dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan menunjukkan hasil yang beragam. Temuan Hatfield et al. (1994) pasar cenderung tidak mempertimbangkan hubungan rasio perusahaan dengan rasio industri, temuan ini mendukung proposisi Modigliani & Miller (1958). Champion (1999) menyebutkan bahwa penggunaan utang merupakan salah satu cara bagi perusahaan untuk dapat meningkatkan kinerjanya. Graham (2000) menemukan, perusahaan yang besar dan profitable menggunakan utang untuk membiayai modal mereka walaupun dalam level yang rendah. Penelitian Abor (2005), menyebutkan keputusan tentang struktur modal merupakan hal penting bagi perusahaan, dikarenakan kebutuhan untuk memaksimumkan nilai perusahaan dan juga pengaruhnya pada kemampuan perusahaan untuk bersaing di lingkungan bisnis. Demikian juga Coleman (2007) menyebutkan bahwa struktur modal merupakan salah satu faktor penting yang menentukan keberlanjutan pertumbuhan perusahaan.

Sementara itu hasil penelitian Fama & French (1998), menemukan hubungan yang negatif antara utang dan profitabilitas perusahaan. Mesquita & Lara (2003) menemukan bahwa indikasi hubungan negatif antara *rate of return* dan utang, khususnya utang jangka panjang. Chiang (2002) menemukan

hubungan negatif antara struktur modal dan kinerja (profit margin) demikian pula dengan Zeitun & Tian (2007). Sementara Ebaid (2009) menemukan hasil bahwa keputusan tentang pilihan capital structure perusahaan secara umum menunjukkan pengaruh yang lemah bahkan tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan.

Di Indonesia, utang sepertinya menjadi sumber pendanaan yang cukup penting bagi perusahaan. Jumlah penggunaan utang oleh seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005 - 2010 (enam tahun) terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Peningkatan terjadi baik pada utang jangka panjang maupun utang jangka pendek yang mengakibatkan juga kenaikan pada total utang. Rata-rata kenaikan total utang pertahun adalah sebesar Rp 320.436.287, sedangkan rata-rata kenaikan penggunaan utang jangka pendek pertahun sebesar Rp 251.066.986, dan rata-rata kenaikan penggunaan utang jangka panjang pertahuan adalah sebesar Rp 69.369.302. Hal ini menunjukkan bahwa utang menjadi salah satu sumber dana penting yang dimanfaatkan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia. Jika dicermati data pada Tabel 1, terlihat juga bahwa ratarata penggunaan utang jangka pendek jauh lebih besar dibandingkan dengan utang jangka panjang yaitu sebesar Rp 1.663.804.801 dibandingkan dengan Rp 505.601.280. Hal ini cukup menarik karena ketika penggunaan utang oleh perusahaan dibahas, maka tidak terlepas dari pembahasan tentang struktur modal. Pembahasan tentang struktur modal lebih kepada perimbangan sumber pendanaan jangka panjang, yaitu perbandingan antara utang jangka panjang dan modal sendiri. Namun demikian dalam penelitian ini, selain menggunakan rasio utang jangka panjang juga akan menggunakan rasio utang jangka pendek dan total utang.

Secara teoritis penggunaan utang oleh perusahaan mestinya mampu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin dari harga saham perusahaan atau nilai perusahaan.

Vol. 18, No.1, Januari 2014: 52-62

Akan tetapi studi empiris yang membahas keterkaitan penggunaan utang atau struktur modal di Indonesia yang dikaitkan dengan nilai atau kinerja perusahaan menunjukkan hasil yang cukup bervariasi. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Teddy (2007) yang menemukan pengaruh negatif struktur modal terhadap nilai perusahaan. Penelitian oleh Safrida (2008) juga menemukan hasil yang sama bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Demikian pula hasil penelitian Sam'ani (2008) menemukan bahwa penggunaan utang (leverage) berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Sugihen (2008) juga menemukan hubungan negatif antara struktur modal dan kinerja. Sedangkan pengaruh positif antara struktur modal dan kinerja ditemukan dalam penelitian Anshari (2009), Yogantara & Wijaya (2010), dan Fadhilah (2011). Hasil temuan ini membutuhkan penelitian lanjutan untuk mencari hubungan yang sebenarnya antara utang dan kinerja, khususnya di Indonesia mengingat pentingnya utang sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan. Selain itu penelitian ini juga akan melihat sektor industri mana yang rentan dalam penggunaan utang.

Penelitian ini juga akan memasukkan variabel-variabel lain yang diduga kuat dapat memengaruhi kinerja perusahaan seperti pertumbuhan penjualan perusahaan atau growth (Abor, 2007) dan aset yang digunakan dalam operasional perusahaan atau size (Abor, 2007), serta umur perusahaan atau age (Coleman, 2007).

Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory

Struktur modal perusahaan pada dasarnya dapat dijelaskan melalui 2 (dua) teori utama yaitu trade-off theory dan pecking order theory. Dalam trade-off theory dinyatakan bahwa struktur modal optimal dapat ditentukan oleh keseimbangan biaya dan manfaat yang berhubungan dengan pendanaan menggunakan sumber dana utang. Pendanaan de-

ngan utang disatu pihak dapat mendatangkan manfaat dalam penghematan pajak perusahaan, karena pajak dibayarkan oleh perusahaan setelah perusahaan membayar kewajiban tetap berupa pembayaran bunga. Tetapi pendanaan dengan utang dilain pihak mendatangkan risiko dan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Pendanaan dengan utang, bagaimanapun mengharuskan sebuah komitmen aliran kas keluar perusahaan berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman, dan lebih lanjut ini akan dapat meningkatkan kemungkinan kesulitan keuangan di masa depan.

Dukungan atas trade-off theory lebih kepada keuntungan perusahaan dengan adanya pendanaan utang yaitu meningkatnya profitabilitas perusahaan karena mendapat manfaat dari penghematan pajak, diperoleh dari hasil penelitian yang menemukan adanya hubungan positif antara penggunaan utang dengan kinerja perusahaan.

Teori struktur modal yang kedua disebut pecking order theory yang dikembangkan oleh Myers (1984). Butir penting dari teori ini adalah adanya informasi asimetris antara manajer dengan investor tentang kesempatan investasi perusahaan. Adanya informasi asimetris tersebut, para manajer mempunyai informasi yang lebih baik daripada investor luar perusahaan (pasar), sehingga memampukan mereka untuk memanfaatkan situasi dimana investor luar overestimated terhadap arus kas masa depan perusahaan atas penerbitan saham baru perusahaan. Manajer lebih suka untuk menerbitkan saham baru, jika mengindikasikan arus kas akan turun di kemudian hari. Sebaliknya jika di kemudian hari manajer percaya bahwa arus kas perusahaan akan meningkat, maka manajemen akan lebih suka untuk memilih pinjaman daripada meraih dana investasi melalui penjualan saham baru perusahaan. Dalam konteks pecking order theory, manajer akan lebih menyukai pendanaan yang bersumber dari internal perusahaan yang berupa laba ditahan sebagai alternatif pertama. Jika sumber ini tidak

Utang dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan

Sri Isworo Ediningsih, Nilmawati, & Joko Sukendro

mencukupi, maka manajer baru mencari alternatif sumber dari luar perusahaan yang berupa utang sebagai alternatif kedua, dan sebagai alternatif yang terakhir melalui penerbitan saham baru perusahaan. Jadi mengacu kepada pecking order theory, perusahaan yang profitabel atau mampu menghasilkan laba yang tinggi akan menggunakan sedikit utang dalam struktur modalnya, daripada menggunakan laba ditahan. Konsekuensi dari pecking order theory adalah terdapat pengaruh negatif tingkat pendanaan dengan utang terhadap kinerja perusahaan (profitabilitas).

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Temuan positif mengenai pengaruh penggunaan utang terhadap kinerja perusahaan dihasilkan oleh penelitian Abor (2005) yang menginvestigasi hubungan antara capital structure dan profitabilitas perusahaan yang terdaftar di Ghana. Hasil menunjukkan bahwa penggunaan utang jangka pendek dan total utang mempunyai pengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan (diukur dengan return on equity) sedangkan utang jangka panjang berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Coleman (2007) menguji hubungan antara capital structure dan kinerja dari institusi microfinance di sub-sahara Afrika, hasil menunjukkan bahwa penggunaan utang yang tinggi berpengaruh positif terhadap kinerja (diukur dengan return on assset dan return on equity). Frank & Goyal (2003), menemukan bukti yang kuat bahwa perusahaan-perusahaan dalam sampel penelitian mereka melakukan revisi terhadap struktur modal dan berpengaruh positif terhadap return saham perusahaan yang diteliti. Temuan yang sama juga ada pada penelitian yang dilakukan oleh Hovakimian et al. (2001). Fama & French (2002) menemukan juga bukti secara statistik perubahan struktur memengaruhi adanya return saham perusahaan.

Sedangkan temuan negatif mengenai pengaruh penggunaan utang terhadap kinerja perusa-

haan terdapat dalam penelitian Chiang (2002) yang menguji hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan pada perusahaan konstruksi dan properti di Hongkong menunjukkan bahwa penggunaan utang mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja (profit margin). Zeitun & Tian (2007) menguji pengaruh capital structure pada kinerja perusahaan di Yordania menunjukkan bahwa tingkat utang secara negatif berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (dengan menggunakan ukuran akuntansi dan pasar). Ebaid (2009) menguji pengaruh pilihan capital structure pada kinerja perusahaan di Mesir, menemukan hasil bahwa keputusan tentang pilihan capital structure perusahaan secara umum menunjukkan pengaruh yang lemah bahkan tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan (diukur dengan return on equity, return on asset dan profit margin). Penman (2007) menguji pengaruh leverage (mencerminkan risiko finansial dari penggunaan utang) terhadap book to price perusahaan (kinerja), hasil menunjukkan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap book to price. Zaher (2010) melakukan pengujian pengaruh utang terhadap return perusahaan (kinerja) pada perusahaan yang tidak menggunakan utang dibandingkan dengan yang menggunakan utang. Hasil menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan utang memperoleh return yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang menggunakan utang baik dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang. Abor (2007) menguji hubungan kebijakan utang dan kinerja perusahaan di Ghana dan Afrika Selatan, hasil menunjukkan bahwa terjadi pengaruh negatif tingkat utang dan kinerja perusahaan (menggunakan ukuran akuntansi dan pasar).

Beberapa penelitian terdahulu menyebutkan bahwa faktor-faktor seperti growth (pertumbuhan perusahaan) dan size (ukuran perusahaan) dapat memengaruhi kinerja perusahaan. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang cenderung memiliki peluang investasi yang tinggi sehingga

Vol. 18, No.1, Januari 2014: 52-62

memungkinkan untuk mendapatkan pengembalian yang tinggi atau kinerja semakin tinggi. Sementara itu perusahaan yang berukuran besar cenderung memiliki kinerja yang baik, hal ini dikarenakan semakin tinggi nilai penjualan semakin besar kemampuan untuk menutup biaya, semakin besar pula profit yang diperoleh. Hasil penelitian Abor (2007), memperlihatkan bahwa pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Tobin's Q). Dilihat dari usia perusahaan, perusahaan yang lama berdiri, berarti mampu bertahan dan menunjukkan reputasi yang baik menunjukkan kemampuannya untuk menghasilkan kinerja yang baik. Hasil penemuan Coleman (2007) menunjukkan bahwa usia berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

- H₁: besarnya utang jangka panjang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
- H₂: besarnya utang jangka pendek berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
- H₃: besarnya total utang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
- H₄: *growth* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.
- H₅: *size* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.
- H₆: age berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

METODE

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode penelitian yaitu tahun 2005–2010 dan di luar sektor keuangan. Sektor keuangan dikeluarkan dari kerangka sampel karena mempunyai struktur modal yang berbeda dengan sektorsektor lain disamping umumnya sangat teregulasi.

Perusahaan-perusahaan sektor keuangan pada umumnya mempunyai struktur modal yang sangat tinggi, karena beroperasi dengan utang. Sebagai contoh bank beroperasi dengan dana pihak ketiga, yang merupakan pinjaman dari nasabah.

Variabel dependen dari penelitian ini adalah kinerja perusahaan dalam hal ini adalah profitabilitas. Proksi profitabilitas digunakan ROE dan ROA.

Return on Equity, dengan formula: $ROE = \frac{EAT_{t}}{Equity}$

Return on Asset, dengan formula: $ROA = \frac{EAT}{Total}$ Asset,

Gross Profit Margin, dengan formula: $GPM = \frac{Gross \ Profit}{Sales}$

Tobins' Q, dengan formula: Tobins' $Q = \frac{Market \ Value}{Book \ Value}$

Variabel independen dari penelitian ini adalah rasio penggunaan utang atau *leverage ratio*, sebagai proksi dari *leverage ratio* digunakan.

bagai proksi dari *leverage ratio* digunakan. SDA it dengan formula: $SDA = \frac{STD_{i}}{TM_{i}}$ dimana STD adalah utang jangka pendek dan TM adalah total modal perusahaan i periode t.

total modal perusahaan i periode t.

LDA $_{i,i}$ dengan formula: $\frac{LDA}{TM_i}$ dimana LTD adalah utang jangka panjang dan TM adalah total modal perusahaan i periode t

adalah total modal perusahaan i periode t. DA dengan formula: $DA = \frac{TD_t}{TM_t}$ dimana TD adalah total utang dan TM adalah total modal perusahaan i periode t.

Growth it adalah pertumbuhan penjualan perusahaan i periode t.

Size_{i,t} adalah logaritma total asset perusahaan i periode t.

Age it adalah lamanya perusahaan beroperasi i periode t.

Utang dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan

Sri Isworo Ediningsih, Nilmawati, & Joko Sukendro

Guna mengidentifikasi dan mengukur pengaruh tingkat utang terhadap kinerja perusahaan, dapat diestimasi dengan menggunakan model regresi berganda berikut ini:

berganda berikut ini:

ROE_{i,t} =
$$\beta_0 + \beta_1 SDA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$$
 (1)

ROE_{i,t} = $\beta_0 + \hat{a}_1 LDA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (2)

ROE_{i,t} = $\beta_0 + \hat{a}_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (3)

ROA_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (4)

ROA_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 LDA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (5)

ROA_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (6)

GPM_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (7)

GPM_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 LDA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (8)

GPM_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (9)

Tobins' Q_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (10)

Tobins' Q_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 LDA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (11)

Tobins' Q_{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t}$ (11)

HASIL

Berdasarkan data penelitian yang didapat, langkah selanjutnya adalah meregresikan antar variabel penelitian untuk mengetahui apakah variabel utang (SDA, LDA, dan DA) berpengaruh pada kinerja (ROE, ROA, GPM, dan TOBINS'Q) dengan variabel kontrol growth, size, dan age. Rekapitulasi hasil regresi berganda dapat dilihat pada Tabel 1.

Dari Tabel 1 selanjutnya dapat dibentuk 12 (dua belas) model regresi sebagai berikut:

ROE =	= -35,052 - 3,374 SDA + 0,061 <i>Gra</i>	wth +
	0,952 Size + 5,457 Age + e _{i,t}	(1)
ROE =	= -41,93 - 4,951 LDA + 0,062 Growth +	-1,141
	$Size + 5,807 Age + e_{i,t}$	(2)
ROE =	= -37,12 - 0,064 DA + 0,062 Growth +	1,082
	Size + 5,656 Age + e _{i,t}	(3)
ROA =	= -8,488 - 3,326 SDA - 0,014 Growth +	0,385
	$Size + 0.835 Age + e_{i,t}$	(4)
ROA =	= -14,6 - 3,913 LDA - 0,014 Growth +	0,549
	$Size + 1,129 Age + e_{i,t}$	(5)
ROA =	-10,66 0,054 DA + 0,015 Growth +	0,504
	$Size + 1,015 Age + e_{i,t}$	(6)
GPM =	= 0,284 - 0,273 SDA + 0,001 Growth +	0,002
	Size - 0,004 Age + e _{i,t}	(7)
GPM =	0,04 - 0,07 LDA + 0,001 Growth - 0,0	1 Size
	$+ 0.01 Age + e_{i,t}$	(8)
GPM =	: 0,074 - 0 DA + 0,001 <i>Growth</i> - 0,011	Size+
1	0,009 <i>Age</i> + e _{i,t}	(9)
Tobins' Q =	-1,11 + 0,111 SDA - 0,001 Growth -	+ 0,21
	$Size - 0.04 Age + e_{i,t}$	(10)
Tobins'Q =	-0,807 - 0,265 LDA - 0,001 Growth +	0,201
014	<i>Size</i> - 0,058 <i>Age</i> + e _{i,t}	(11)
Tobins' Q =	-0,987+ 0,00000000003 DA + 0,001 G	rowth
1	+ 0,208 Size - 0,044 Age + e _{i,t}	(12)
its in	(4)	

Uji Hipotesis

Untuk menjawab permasalahan dan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini maka diajukan uji F dan uji t. Rekapitulasi kedua hasil uji ini dapat dilihat pada Tabel 2. Uji F dilakukan untuk mengetahui kesesuaian model dari persamaan regresinya dan pengaruh secara simultan penggunaan utang baik utang jangka pendek, utang jangka panjang dan total utang (short debt, long debt dan total debt), pertumbuhan perusahaan (growth), ukuran perusahaan (size), dan usia perusahaan (age) terhadap variabel kinerja perusahaan yang diukur dengan return on equity (ROE), return on assets (ROA), gross profit margin (GPM), dan rasio nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan (Tobin's O).

Vol. 18, No.1, Januari 2014: 52-62

Tabel 1. Hasil Regresi Berganda

vicinaligani	Model 1	Model 2	Model 3 Model 4	Model 4	Model	Model 6	Model 7	Model 8	Model Model	Model 10	Model 11	Model 12
Konstanta	35,052***	41,926***	-37,124**	-8,488*	-14,6***	-10,664**	0,284	-0,04	0,074	-1,105	-0,807	-0,987
SDA	-3,374	e de	eg.	-3,326***			-0,273			0,111	17	
LDA		4,951	in so	- 5U	3,913***	1-10		-0,07			0,265	
DA			-0,064***	baha Nas	271	-0,054			-0,003			0
GROWTH	0,061***	0,062***	0,062***	0,014***	0,014***	0,015***	0,001**	0,001**	0,001**	0,001**	0,001**	0,001**
SIZE	0,952**	1,141**	1,082**	0,385**	0,549***	0,504***	0,002	600'0	0,011	0,21***	0,201***	0,208***
AGE	5,457***	5,807***	5,656***	0,835*	1,129**	1,015**	-0,004	0,007	600'0	-0,041	-0,058	0,044
								Negă				
R2	0,048	0,048	0,056	0,037	0,03	0,078	0,043	0,01	690'0	0,037	0,038	0,037
Fhitung	15,959***	15,849***	18,561***	12,098***	9,772***	26,378***	14,129***	2,879	2,879	12,134***	12,294***	12.017***

Keterangan: *** sig. 1%, 5%, dan 10%; ** sig. 5% dan 10%; dan * sig. 10%

Utang dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan Sri Isworo Ediningsih, Nilmawati, & Joko Sukendro

Nilai t hitung dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh secara parsial variabel independen yaitu utang jangka pendek (SDA), utang jangka panjang (LDA), total utang (DA), pertumbuhan perusahaan (growth), ukuran perusahaan (size), dan usia perusahaan (age) terhadap variabel dependen yaitu return on equity (ROE), return on assets (ROA), gross profit margin (GPM), dan rasio nilai pasar dengan nilai buku perusahaan (Tobin's Q).

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian mengenai pengaruh variabel bebas secara simultan terhadap variabel terikat yang diperlihatkan pada Tabel 1, dapat dievaluasi beberapa hal. Pertama adalah F hitung pada model 1 sampai dengan model 12 menunjukkan angka yang besar dimana variabel utang jangka pendek (SDA), utang jangka panjang (LDA), total utang (DA), pertumbuhan perusahaan (growth), ukuran perusahaan (size), dan usia perusahaan (age), secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROE.

Kedua untuk memahami secara lebih mendalam keberartian masing-masing variabel independen dalam menentukan variabel dependen dapat ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi individualnya dan nilai signifikansinya. Dari model 1 sampai dengan model 3 dapat ditunjukkan bahwa growth, size, dan age berpengaruh positif signifikan. DA berpengaruh negatif signifikan, sedangkan SDA dan LAD berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap ROE. Kenyataan ini memperlihatkan bahwa penggunaan utang oleh perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yaitu akan menurunkan return on equity, hal ini sesuai dengan konsep atau teori bahwa penggunaan utang akan mengurangi laba yang diperuntukkan bagi pemegang saham. Pertumbuhan penjualan (growth) yang meningkat akan meningkatkan kinerja perusahaan, karena meningkatnya penjualan akan mampu meningkatkan laba bersih perusahaan. Ukuran perusahaan (size), yang semakin besar (diukur dengan aset perusahaan) akan semakin meningkatkan kinerja, dikarenakan perusahaan yang besar berarti memiliki aset yang besar sehingga return/laba yang dihasilkan juga diharapkan semakin besar. Usia perusahaan (age) akan meningkatkan kinerja, dikarenakan semakin lama umur suatu perusahaan berarti lebih berpengalaman, lebih mampu bertahan, sehingga lebih mampu meningkatkan laba yang diperoleh.

Model 4 sampai 6 diketahui SDA, LDA, dan DA berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA, sedangkan growth, size, dan age berpengaruh positif signifikan terhadap ROA. Hasil ini menunjukkan bahwa penggunaan utang (yang diukur dengan penggunaan utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan total utang) yang semakin meningkat akan menurunkan return on asset, dengan kata lain penggunaan utang justru akan menurunkan laba yang diperoleh dari aset perusahaan diakibatkan beban bunga yang ditanggung oleh perusahaan.

Model 7 sampai dengan model 9 diketahui bahwa SDA dan DA berpengaruh negatif signifikan dan LDA berpengaruh negatif tapi tidak signifikan terhadap GPM. Growth berpengaruh positif signifikan sedangkan size dan age juga berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap GPM (untuk size kecuali model 7 berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan). Kenyataan ini memperlihatkan bahwa penggunaan utang jangka pendek dan total utang oleh perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yaitu akan menurunkan gross profit margin, hal ini sesuai dengan konsep atau teori bahwa penggunaan utang akan menurunkan laba. Sedangkan pertumbuhan penjualan akan meningkatkan laba yang akhirnya akan meningkatkan gross profit margin.

Dari model 10 sampai dengan model 12 dapat ditunjukkan bahwa SDA, LDA, dan DA berpengaruh positif tidak signifikan dan *growth* berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q, *size* berpengaruh positif signifikan, dan *age* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Tobin's Q. Kenyataan ini memperlihatkan bahwa penggu-

Vol. 18, No.1, Januari 2014: 52-62

naan utang oleh perusahaan dianggap tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai pasar saham perusahaan yang diproksikan oleh Tobin's Q. Sedangkan pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan akan meningkatkan kinerja perusahaan yang diproksikan oleh Tobin's Q.

Secara keseluruhan hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chiang (2002), Abor (2007), Penman (2007), Zeitun & Tian (2007), dan Zaher (2010), yang juga menemukan pengaruh negatif penggunaan utang terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung trade-off theory yang mengisyaratkan adanya keuntungan perusahaan dengan adanya pendanaan utang yaitu meningkatnya profitabilitas perusahaan karena mendapat manfaat dari penggunaan utang (misal, dari penghematan pajak). Risiko yang timbul dari penggunaan utang tidak mampu diimbangi dengan manfaat yang timbul dari penggunaan utang tersebut. Pendanaan dengan utang, bagaimanapun mengharuskan sebuah komitmen aliran kas keluar perusahaan berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman, dan lebih lanjut ini akan dapat meningkatkan kemungkinan kesulitan keuangan di masa depan.

Analisis Industri

Penelitian ini juga bertujuan untuk melihat industri mana dari perusahaan-perusahaan yang

terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang rentan dalam penggunaan utang. Hasil perhitungan dapat dilihat pada Tabel 2. Dalam penelitian ini perusahaan yang menjadi sampel dikelompokkan menjadi 7 industri yaitu agriculture and animal feed, construction, holding and investment, hotel and travel, manufacture, telecommunication, dan transportation.

Dari Tabel 2 dapat diketahui bahwa 53,49% sumber dana perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berasal dari utang, hal ini berarti utang menjadi sumber dana utama oleh perusahaan. Selain itu juga dapat dilihat bahwa penggunaan utang jangka pendek (31,89%) lebih besar dibandingkan dengan penggunaan utang jangka panjang (13,48%), hal ini berarti utang jangka pendek menjadi sumber dana yang lebih diminati dibandingkan dengan utang jangka panjang.

Jika dilihat per sektor industri diketahui kelompok industri telecommunication merupakan industri yang paling banyak menggunakan utang yaitu 57,65%, diikuti oleh hotel and travel (57,13%), construction (53,91%), transportation (53,54%), agriculture and animal feed (51,22%), holding and investment (50,58%), dan terakhir manufacture (50,44%). Jika dibandingkan dengan rata-rata penggunaan utang seluruh industri (53,49%) maka industri telecommunication, hotel and travel, construction, dan transportation merupakan industri yang penggunaan utangnya di atas rata-rata penggunaan seluruh

Tabel 2. Rata-Rata SDA, LDA, dan DA Masing-Masing Kelompok Industri (dalam Kurun Waktu 6 Tahun)

enter in the first tree to	Jumlah	SI	DA	L	DA		DA
Kelompok Industri	Perusahaan (Sampel)	Rata-Rata	Keterangan*	Rata-Rata	Keterangan*	Rata- Rata	Keterangan*
Agricultur and	20	26,274774	di bawah	12,480339	di bawah	51,224611	di bawah
Animal Feed							
Construction	15	32,245243	di atas	15,752083	di atas	53,906778	di atas
Holding and	18	32,448112	di atas	11,346191	di bawah	50,575294	di bawah
Investment							
Hotel and Travel	5	40,533333	di atas	18,486111	di atas	57,131562	di atas
Manufacture	96	32,446946	di atas	10,6209	di bawah	50,441991	di bawah
Telecommunication	47	32,405371	di atas	12,056771	di bawah	57,649	di atas
Transportation	9	26,921755	di bawah	13,608218	di atas	53,536979	di atas
Rata-Rata Utang Seluruh Industri		31,896505		13,478659	Comment of the	53,495173	

^{*} Di bawah atau di atas rata-rata seluruh industri

Utang dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan Sri Isworo Ediningsih, Nilmawati, & Joko Sukendro

industri, sisanya industri agriculture and animal feed, holding and investment, dan manufacture di bawah rata-rata penggunaan seluruh industri.

Dari penggunaan utang jangka pendek masingmasing industri dibandingkan dengan rata-rata penggungaan utang jangka pendek seluruh industri hampir seluruh industri berada di atas rata-rata (31,89%). Jika dilihat dari penggunaan utang jangka panjang masing-masing industri dibandingkan dengan rata-rata penggunaan utang jangka panjang seluruh industri, terdapat tiga industri yang penggunaannya di atas rata-rata (13,48%) yaitu: hotel and travel, construction, dan transportation (13,61%). Sedangkan industri yang penggunaan utang jangka panjangnya di bawah rata-rata adalah agriculture and animal feed, telecommunication, holding and investment, dan manufacture.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kelompok industri hotel and travel dan construction merupakan kelompok industri yang paling rentan dalam penggunaan utang. Hal ini dikarenakan penggunaan utang kedua industri tersebut baik dilihat dari total utang (DA), utang jangka pendek (SDA), maupun utang jangka panjang (LDA) berada di atas rata-rata seluruh industri.

KESIMPULAN DAN SARAN Kesimpulan

Dari dua belas persamaan regresi yang diajukan terdapat lima persamaan regresi yang menunjukkan bahwa utang memengaruhi kinerja perusahaan, baik utang jangka pendek (SDA), jangka panjang (LDA), maupun total utang (DA). Kelima persamaan tersebut adalah model 4, model 5, model 6, model 7, dan model 9 dengan ukuran kinerja ROA (model 4, 5, dan 6) dan GPM (model 7 dan 9). Pengaruh utang terhadap kinerja pada kelima model tersebut adalah negatif dan signifikan. Sedangkan untuk ukuran kinerja ROE dan Tobins tidak satu pun variabel utang yang memengaruhi secara signifikan. Untuk variabel

kontrol yaitu growth, size, dan age berpengaruh disebagian besar model regresi yang diajukan. Hasil penelitian ini tidak mendukung trade-off theory yang mengisyaratkan adanya keuntungan perusahaan dengan adanya pendanaan utang yaitu meningkatnya profitabilitas perusahaan karena mendapat manfaat dari penggunaan utang.

Hasil analisis kelompok industri menunjukkan kelompok industri hotel and travel dan construction merupakan kelompok industri yang paling rentan dalam penggunaan utang hal ini dikarenakan penggunaan utang kedua industri tersebut baik dilihat dari total utang (DA), utang jangka pendek (SDA), maupun utang jangka panjang (LDA) berada di atas rata-rata seluruh industri.

Saran

Dari hasil pembahasan dan kesimpulan yang diperoleh, disarankan kepada para manajer perusahaan untuk berhati-hati di dalam penggunaan utang, dikarenakan ternyata utang berdampak turunnya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Bagi para investor hendaknya dapat berhati-hati dalam memilih perusahaan untuk berinvestasi, dengan memperhatikan besaran utang suatu perusahaan yang akan memengaruhi besarnya return yang diharapkan dari berinvestasi.

Untuk penelitian selanjutnya dapat memasukkan ukuran-ukuran kinerja lainnya yang belum diuji dalam penelitian ini, maupun dalam pengukuran variabel-variabel utang dan variabel kontrol lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

Abor, J. 2005. The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5): 438-445.

Abor, J. 2007. Debt Policy and Performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South Africa Firms. *The Journal of Risk Finance*, 8(4): 364-379.

Vol. 18, No.1, Januari 2014: 52-62

- Anshari, B. 2009. Analisis Hubungan Struktur Modal dengan Economic Value Added (EVA) Guna Menilai Kinerja Perbankan (Studi Kasus Saham Lima Bank Terbesar Berdasarkan Aset dan Modal di BEJ Tahun 2003 - 2004). Tesis. Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Champion, D. 1999. Finance: The Joy of Leverage. *Harvard Business Review*, 77(4): 19-22.
- Chiang, Y., Chang, P., & Hui, C. 2002. Capital Structure and Profitability of Property and Construction Sectors in Hong Kong. *Journal of Property Investment* and Finance, 20(6): 434-453.
- Coleman, K.A. 2007. The Impact of Capital Structure on the Perfomance of Microfinance Institution. *The Journal of Risk Finance*, 8(1): 56-71.
- Ebaid, I.E. 2009. The Impact of Capital Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10(5): 1526-5943.
- Fadhilah, A. 2011. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia 2005-2009. Tesis. Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis Institut Pertanian Bogor.
- Fama, E. & French, K. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *Journal of Finance*, 53(3): 819-843.
- Fama, E. & French, K. 1998. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. Review of Financial Studies, 15(1): 1-33.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. 2003. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217-248.
- Graham, J.R. 2000. How Big Are the Tax Benefits of Debt? *Journal of Finance*, 55(5): 1901-1941.
- Hatfield, G.B., Cheng, L.T.W., & Davidson, W.N. 1994. The Determinantion of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 7(3): 1-14.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. 2001. The Debt-Equity Choice. *The Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 36(1): 1-24.
- Jensen, M.C. & Meckling, W. 1976. Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Owner-

- ship Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Masquita, J.M.C. & Lara, J.E. 2003. Capital Structure and Profitability: The Brazilian Case. Academy of Business and Administration Science Conference. Vancoufer.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. American Economic Review, 48(3): 261-297.
- Myers, S. 1984. Capital Structure Puzlle. *Journal of Finance*, 39(3): 575-592.
- Myers, S. & Majluf, N. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- Penman, S.H., Richardson, S.A., & Tuna, I. 2007. The-Book-to-Price Effect in Expected Stock Returns: Accounting for Leverage. *Journal of Accounting Research*, 45(2): 427-467.
- Safrida, E. 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEJ. Tesis. Pascasarjana Universitas Sumatera Utara.
- Sam'ani, S. 2008. Pengaruh Good Corporate Governance dan Leverage terhadap Kinerja Keungan pada Perbankan yang Terdaftar di BEI. *Tesis*. Pascasarjana Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
- Sugihen, S.G. 2008. Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan Serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia. *Disertasi*. Universitas Sumatera Utara.
- Teddy, C. 2007. Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aset, Kinerja Keuangan, dan Nilai Perusahaan. *Arthavidya*, 8(2): 201-208.
- Yogantara, I.M. & Wijaya, L.I. 2010. Hubungan Struktural Modal dan Kinerja Keuangan: Studi Empiris pada Industri Perbankan di BEI. *Manajemen & Bisnis*, 9(1): 40-53.
- Zaher. 2010. Performance of Debt Free Firms. *Managerial Finance*, 36(6): 491-501.
- Zeitun, R. & Tian, G. 2007. Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *Australian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4): 40-53.