

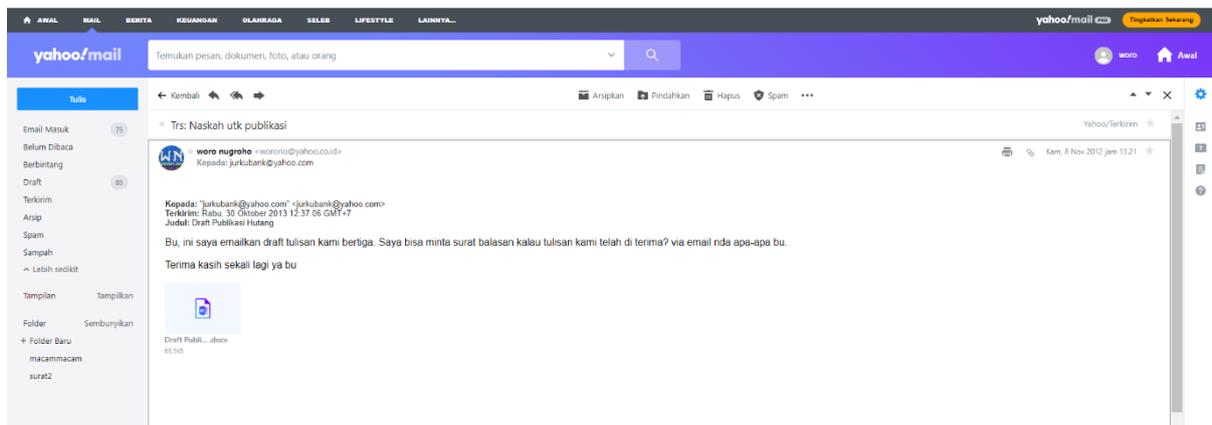
Bukti Korespondensi Sri Isworo Ediningsih

d. Judul Artikel: Utang dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan terbit pada Jurnal Keuangan dan Perbankan, Volume Jurnal: 18, Nomor Jurnal: 1, Tahun Terbit Jurnal: 2014, Halaman: 52-62, ISSN: 1410-8089, Penerbit: Universitas Merdeka Malang, DOI: <https://doi.org/10.26905/jkdp.v18i1.772>.

Mengirim artikel

30 Oktober 2013

Mengirim naskah publikasi



Lampiran naskah publikasi

### Hutang Dan Pengaruhnya Terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empirik Pada Perusahaan-Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia

Sri Isworo Ediningsih

Nilmawati

Joko Sukendro

**Abstract:** The purpose of this paper is to investigate the influence of debt on profitability of listed firms on Indonesian Stock Exchange. Multiple regression analysis is used in the study in estimating the relationship between debt and firm's performance.

Using 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), and based on a sample of non-financial Indonesian listed firms from 2006 to 2010 the results reveal that debt has a negative impact on firm's performance. The paper shows that industry of Hotel and Travel dan Construction are susceptible to used of debt.

**Key words:** Debt, Performace, Industry

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

Teori struktur modal yang dikaitkan dengan nilai perusahaan menjadi *issue* yang menarik sampai saat ini sejak Modigliani dan Miller (1958) menyampaikan papernya yang membahas tentang ketidakrelevanan struktur modal. Modigliani dan Miller (MM) 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 MM di atas 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 dan penelitian-penelitian selanjutnya mencoba mencari kejelasan keterkaitan dua hal tersebut. Diawali tulisan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menunjukkan bahwa besarnya *leverage* dalam struktur modal perusahaan mempengaruhi *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 mempengaruhi kinerja perusahaan.

Temuan-temuan selanjutnya terkait dengan penggunaan hutang 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 MM (1958). Campion (1999) menyebutkan bahwa penggunaan utang merupakan salah satu cara bagi perusahaan untuk dapat meningkatkan kinerjanya. Graham (2000) menemukan, perusahaan yang besar dan *profitable* menggunakan hutang 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 memaksimalkan nilai perusahaan dan juga pengaruhnya pada kemampuan perusahaan untuk bersaing di lingkungan bisnis. Demikian juga Madan (2007) menyebutkan bahwa struktur modal merupakan salah satu faktor penting yang menentukan keberlanjutan pertumbuhan perusahaan.

Sementara itu hasil penelitian Fama dan French (1998), menemukan hubungan yang negatif antara hutang dan profitabilitas perusahaan. Masquita dan Lara (2003) menemukan bahwa indikasi hubungan negatif antara *rate of return* dan hutang, khususnya hutang jangka panjang. Chiang (2002) menemukan hubungan negatif antara struktur modal dan kinerja (*profit margin*) demikian pula dengan Zeitun dan 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, hutang sepertinya menjadi sumber pendanaan yang cukup penting bagi perusahaan. Jumlah penggunaan hutang 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 hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek yang mengakibatkan juga kenaikan pada total hutang. Rata-rata kenaikan total hutang pertahun adalah sebesar Rp 320.436.287, sedangkan rata-rata kenaikan penggunaan hutang jangka pendek pertahun sebesar Rp 251.066.986, dan rata-rata kenaikan penggunaan hutang jangka panjang pertahun adalah sebesar Rp 69.369.302. Hal ini menunjukkan bahwa hutang menjadi salah satu sumber dana penting yang dimanfaatkan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia. Jika dicermati data pada tabel 1, terlihat juga bahwa rata-rata penggunaan hutang jangka pendek jauh lebih besar di dibandingkan dengan hutang jangka panjang yaitu sebesar Rp

1.663.804.801 dibandingkan dengan Rp 505.601.280. Hal ini cukup menarik karena ketika penggunaan hutang oleh perusahaan di bahas, maka tidak terlepas dari pembahasan tentang struktur modal. Pembahasan tentang struktur modal lebih kepada perimbangan sumber pendanaan jangka panjang, yaitu perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri. Namun demikian dalam penelitian ini, selain menggunakan rasio hutang jangka panjang juga akan menggunakan rasio hutang jangka pendek dan total hutang.

Secara teoritis penggunaan hutang oleh perusahaan mestinya mampu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin dari harga saham perusahaan/nilai perusahaan. Akan tetapi studi empiris yang membahas keterkaitan penggunaan hutang/struktur modal di Indonesia yang dikaitkan dengan nilai/kinerja perusahaan menunjukkan hasil yang cukup bervariasi. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Tedy (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), Fadhila (2011) dan Yogantara dan Wijaya (2010). Hasil temuan ini membutuhkan penelitian lanjutan untuk mencari hubungan yang sebenarnya antara hutang dan kinerja, khususnya di Indonesia mengingat pentingnya hutang sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan. Selain itu penelitian ini juga akan melihat sektor industry mana yang rentan dalam penggunaan hutang.

Penelitian ini juga akan memasukkan variabel-variabel lain yang diduga kuat dapat mempengaruhi kinerja perusahaan seperti: pertumbuhan penjualan perusahaan /*growth* (Abor , 2007) dan asset yang digunakan dalam operasional perusahaan/*size* (Abor , 2007) serta umur perusahaan /*age* (Coleam, 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 hutang. Pendanaan dengan hutang di satu pihak dapat mendatangkan manfaat dalam penghematan pajak perusahaan, karena pajak dibayarkan oleh perusahaan setelah perusahaan membayar kewajiban tetap berupa pembayaran bunga. Tetapi pendanaan dengan hutang di lain pihak mendatangkan risiko dan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Pendanaan dengan hutang, 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 hutang yaitu meningkatnya profitabilitas perusahaan karena mendapat manfaat dari penghematan pajak, diperoleh dari hasil penelitian yang menemukan adanya hubungan positif antara penggunaan hutang dengan kinerja perusahaan.

Teori struktur modal yang kedua disebut *pecking order theory* yang dikembangkan oleh Myers (1984) dan Myers dan Majluf (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 dari pada investor luar perusahaan (pasar), sehingga memungkinkan mereka untuk memanfaatkan situasi di mana 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 dari pada 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 mencukupi, maka manajer baru mencari alternatif sumber dari luar perusahaan yang berupa hutang 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 hutang dalam struktur modalnya, dari pada menggunakan laba ditahan. Konsekuensi dari *pecking order theory* adalah terdapat pengaruh negatif tingkat pendanaan dengan hutang terhadap kinerja perusahaan (profitabilitas).

Temuan positif mengenai pengaruh penggunaan hutang 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 Asset* dan *Return on Equity*). Frank dan 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, Opler, dan Titman (2001), Fama dan French (2002) menemukan juga bukti secara statistik perubahan struktur mempengaruhi adanya *return* saham perusahaan.

Sedangkan temuan negatif mengenai pengaruh penggunaan hutang terhadap kinerja perusahaan terdapat dalam penelitian Chiang (2002) yang menguji hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan pada perusahaan konstruksi dan property di Hongkong menunjukkan bahwa penggunaan utang mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja (*profit margin*). Zeiton dan 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 mempengaruhi kinerja perusahaan. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang cenderung memiliki peluang investasi yang tinggi sehingga memungkinkan untuk mendapatkan pengembalian yang tinggi/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 .

### Perumusan Hipotesis

Berdasarkan tinjauan teoritis sebelumnya, perumusan hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Besarnya hutang jangka panjang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
2. Besarnya hutang jangka pendek berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
3. Besarnya total hutang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
4. *Growth* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.
5. *Size* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.
6. *Age* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

### Metode Penelitian

#### Populasi dan Sampel

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

### Variabel dan Operasionalisasi Variabel

Variabel penelitian ini terdiri dari:

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

1. *Return on Equity*, dengan formula :  $ROE = \frac{EAT_t}{Equity_t}$

2. *Return on Asset*, dengan formula :  $ROA = \frac{EAT_t}{Total Asset_t}$

3. *Gross Profit Margin*, dengan formula:  $GPM = \frac{Gross Profit_t}{Sales_t}$

4. *Tobins' Q*, dengan formula:  $Tobins' Q = \frac{Market Value_t}{Book Value_t}$

- b. Variabel Independen dari penelitian ini adalah rasio penggunaan hutang atau *leverage ratio*, sebagai proksi dari leverage ratio digunakan:

1.  $SDA_{i,t}$  dengan formula :  $SDA = \frac{STD_t}{TM_t}$  di mana STD adalah hutang jangka pendek dan TM adalah total modal perusahaan i periode t.

2.  $LDA_{i,t}$  dengan formula :  $LDA = \frac{LTD_t}{TM_t}$  di mana LTD adalah hutang jangka panjang dan TM adalah total modal perusahaan i periode t.

3.  $DA_{i,t}$  , dengan formula :  $DA = \frac{TD_t}{TM_t}$  di mana TD adalah total hutang dan TM adalah total modal perusahaan i periode t.

4.  $Growth_{i,t}$  adalah pertumbuhan penjualan perusahaan i periode t.
5.  $Size_{i,t}$  adalah logaritma total asset perusahaan i periode t.
6.  $Age_{i,t}$  adalah lamanya perusahaan beroperasi i periode t..

### Teknik Analisis

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

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

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

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

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

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

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

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

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

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

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

$$Tobins' Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + e_{i,t} \quad (12)$$

### Hasil Regresi Berganda

Berdasarkan data penelitian yang didapat, langkah selanjutnya adalah meregresikan antar variabel penelitian untuk mengetahui apakah variabel hutang (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.

**Tabel 1**  
**Rekapitulasi Hasil Regresi Berganda**

Variabel Dependen (ROE, ROA, GPM, dan Tobins Q) dengan Variabel Independen (SDA, LDA, DA, GROWTH, SIZE, dan, AGE

Keterangan	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	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			-3,326 ***			-0,273 ***			0,111		
LDA		-4,951						-0,07			0,265	
DA			-0,064 ***			-0,054 ***			-0,003 ***			0
GROWTH	,061 ***	0,062 ***	0,062 ***	0,014 ***	0,014 ***	0,015 ***	0,001 **	0,001 **	0,001 **	0,001 **	0,001 **	0,001 **
SIZE	,952 **	1,141 **	1,082 **	0,385 **	0,549 ***	0,504 ***	0,002	0,009	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	0,009	-0,041	-0,058	-0,044
R <sup>2</sup>	0,048	0,048	0,056	0,037	0,03	0,078	0,043	0,01	0,069	0,037	0,038	0,037
F hitung	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%

\* sig 10%

Sumber: Data sekunder yang diolah

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

$$ROE = -35,052 - 3,374 SDA + 0,061 Growth + 0,952 Size + 5,457 Age + e_{i,t} \quad (1)$$

$$ROE = -41,93 - 4,951 LDA + 0,062 Growth + 1,141 Size + 5,807 Age + e_{i,t} \quad (2)$$

$$ROE = -37,12 - 0,064 DA + 0,062 Growth + 1,082 Size + 5,656 Age + e_{i,t} \quad (3)$$

$$ROA = -8,488 - 3,326 SDA - 0,014 Growth + 0,385 Size + 0,835 Age + e_{i,t} \quad (4)$$

$$ROA = -14,6 - 3,913 LDA - 0,014 Growth + 0,549 Size + 1,129 Age + e_{i,t} \quad (5)$$

$$ROA = -10,66 - 0,054 DA + 0,015 Growth + 0,504 Size + 1,015 Age + e_{i,t} \quad (6)$$

$$GPM = 0,284 - 0,273 SDA + 0,001 Growth + 0,002 Size - 0,004 Age + e_{i,t} \quad (7)$$

$$GPM = -0,04 - 0,07 LDA + 0,001 Growth - 0,01 Size + 0,01 Age + e_{i,t} \quad (8)$$

$$GPM = 0,074 - 0 DA + 0,001 Growth - 0,011 Size + 0,009 Age + e_{i,t} \quad (9)$$

$$Tobins' Q = -1,11 + 0,111 SDA - 0,001 Growth + 0,21 Size - 0,04 Age + e_{i,t} \quad (10)$$

$$Tobins' Q = -0,807 - 0,265 LDA - 0,001 Growth + 0,201 Size - 0,058 Age + e_{i,t} \quad (11)$$

$$Tobins' Q = -0,987 + 0,0000000003 DA + 0,001 Growth + 0,208 Size - 0,044 Age + e_{i,t} \quad (12)$$

## 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 hutang baik hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan total hutang (*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 Q).

Nilai t hitung dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh secara parsial variabel independen yaitu hutang jangka pendek (SDA), hutang jangka panjang (LDA), total hutang (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 simulatan terhadap variabel terikat yang diperlihatkan pada tabel 1, dapat dievaluasi beberapa hal berikut ini:

1. F hitung pada model 1 sampai dengan model 12 menunjukkan angka yang besar di mana variabel hutang jangka pendek (SDA), hutang jangka panjang (LDA), total hutang (DA), pertumbuhan perusahaan (*Growth*), ukuran perusahaan (*Size*), dan usia perusahaan (*Age*), secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap ROE.
2. 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 hutang oleh perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yaitu akan menurunkan *Return On Equity*, hal ini sesuai dengan konsep atau teori bahwa penggunaan hutang 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 asset perusahaan) akan semakin meningkatkan kinerja, dikarenakan perusahaan yang besar berarti memiliki asset 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 "survive" 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 hutang (yang diukur dengan penggunaan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan total hutang) yang semakin meningkat akan menurunkan *Return on Asset*, dengan kata lain penggunaan hutang 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, 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 hutang jangka pendek dan total hutang oleh perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yaitu akan menurunkan *Gross Profit Margin*, hal ini sesuai dengan konsep atau teori bahwa penggunaan hutang 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 penggunaan hutang oleh perusahaan dianggap tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai pasar saham perusahaan yang diprosikan oleh Tobin's Q. Sedangkan pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan akan meningkatkan kinerja perusahaan yang diprosikan oleh Tobin's Q.

Secara keseluruhan hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chiang (2002), Zeitun dan Tian (2007), Penman (2007), Zaher (2010), dan Abor (2007) yang juga menemukan pengaruh negatif penggunaan hutang terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung *Trade-Off Theory* yang mengisyaratkan adanya keuntungan perusahaan dengan adanya pendanaan hutang yaitu meningkatnya profitabilitas perusahaan karena mendapat manfaat dari penggunaan hutang (misal, dari penghematan pajak). Risiko yang timbul dari penggunaan hutang tidak mampu diimbangi dengan manfaat yang timbul dari penggunaan hutang tersebut. Pendanaan dengan hutang, 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 hutang. Hasil perhitungan dapat dilihat pada tabel 2. Dalam penelitian ini perusahaan yang menjadi sampel dikelompokkan menjadi 7 (tujuh) industri yaitu Agriculture and Animal Feed, Construction, Holding and Investment, Hotel and Travel, Manufacture, Telkomunikasi, dan Transportation.

**Tabel 2**  
Rata-rata SDA, LDA, dan DA masing-masing kelompok Industri  
(dalam kurun waktu enam tahun)

Kelompok Industri	Jumlah (sampel) Perusahaan	SDA		LDA		DA	
		Rata-rata	Keterangan*	Rata-rata	Keterangan*	Rata-rata	Keterangan*
Agriculture and Animal Feed	20	26,274774	di bawah	12,480339	di bawah	51,224611	di bawah
Construction	15	32,245243	di atas	15,752083	di atas	53,906778	di atas
Holding and Investment	18	32,448112	di atas	11,346191	di bawah	50,575294	di bawah
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
Telkomunikasi	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
<b>Rata-rata Hutang Seluruh Industri</b>		<b>31,896505</b>		<b>13,478659</b>		<b>53,495173</b>	

\* Di bawah atau di atas rata-rata seluruh industri

Sumber: Data sekunder yang diolah

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

Jika dilihat persektor 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 hutang seluruh industri (53,49%) maka industri Telecommunication, Hotel and Travel, Construction dan Transportation merupakan industri yang penggunaan hutangnya di atas rata-rata penggunaan seluruh industri, sisanya industri Agriculture and Animal Feed, Holding and Investment, dan Manufacture di bawah rata-rata penggunaan seluruh industri.

Dari penggunaan hutang jangka pendek masing-masing industri dibandingkan dengan rata-rata penggunaan hutang jangka pendek seluruh industri hampir seluruh industri berada di atas rata-rata (31,89%). Jika dilihat dari penggunaan hutang jangka panjang masing-masing industri dibandingkan dengan rata-rata penggunaan hutang 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 hutang 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 hutang (DA), hutang jangka pendek (SDA), maupun hutang jangka panjang (LDA) berada di atas rata-rata seluruh industri.

## **Kesimpulan**

Dari dua belas persamaan regresi yang diajukan terdapat lima persamaan regresi yang menunjukkan bahwa hutang mempengaruhi kinerja perusahaan, baik hutang jangka pendek (SDA), jangka panjang (LDA), maupun total hutang (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 hutang terhadap kinerja pada kelima model tersebut adalah negatif dan signifikan. Sedangkan untuk ukuran kinerja ROE dan Tobins tidak satu pun variable hutang yang mempengaruhi 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 hutang yaitu meningkatnya profitabilitas perusahaan karena mendapat manfaat dari penggunaan hutang

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 hutang (DA), hutang jangka pendek (SDA), maupun hutang 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 hutang, dikarenakan ternyata

hutang berdampak turunnya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Bagi para investor hendaknya dapat berhati-hati dalam memilih perusahaan untuk berinvestasi, dengan memperhatikan besaran hutang perusahaan yang akan mempengaruhi besarnya "return" yang diharapkan dari berinvestasi.

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

## DAFTAR PUSTAKA

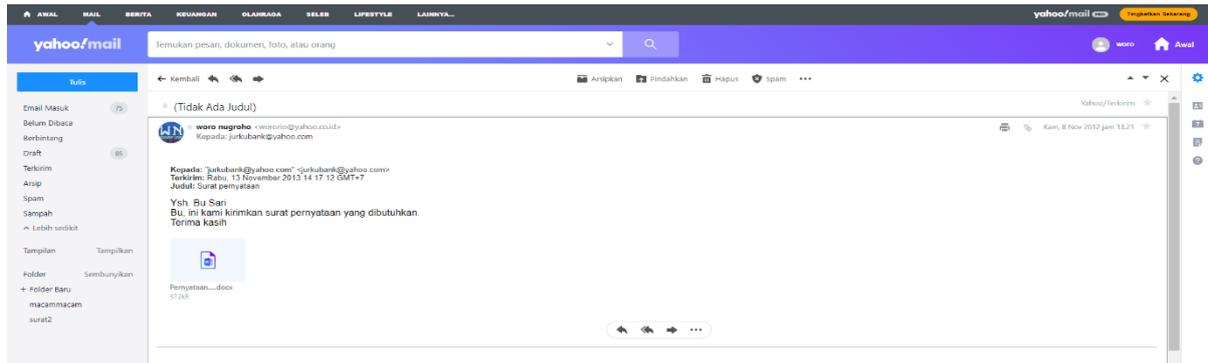
- Abor J, 2005 , The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 6, No. 5, pp. 438-445.
- Abor J, 2007, Debt policy and performance of SMEs: evidence from Ghanaian and South Africa firms, *Journal of Risk Finance*, Vol. 8, pp. 364-379
- Anshari, Baddarruzaman, 2009, Analisis hubungan Struktur Modal dengan Economic Value Added (EVA) Guna Manilai Kinerja Perbankan (Studi Kasus Saham Lima Bank Terbesar Aset dan Modal di BEJ tahun 2003-2004, *Tesis*, Program Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Surakarta
- Brealey, RA. And Myers, SC. (2003), *Principals of Corporate Finance*, International Edition, McGraw-Hill, Boston, USA.
- Brigham EF, dan Houston FJ, 2001 , *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga.
- Cecile Carpentier, 2006, The valuation effect of long term change in capital structure, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 2, No. 1, pp. 4-18
- Champion D, 1999 , Finance: the joy of leverage, *Harvard Business Review*, Vol. 77, No. 4, pp. 19-22.
- Chiang Y, Chang P, dan Hui C (2002), Capital structure and profitability of property and construction sectors in Hong Kong, *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 20, pp. 434-453
- Coleman, Kyereboah Anthony, 2007, The impact of capital structure on the performance of microfinance institution, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 8, No. 1, pp. 56-71
- Ebaid, Ibrahim El-Sayed, 2009, The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 10, No. 5, pp. 526-5943
- Fadhilah, Ansoriyah, 2011, Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2005-2009, *Tesis*, Manajemen dan Bisnis -Institut Pertanian Bogor
- Fama, E. and French, K. (1998), Taxes, financing decision, and firm value, *Journal of Finance*, Vol.53, pp.819-843.

- Fama, E. and French, K. (1998), Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, Vol.15, pp.1-33.
- Fama, E.F dan French, K.R, 2002, Testing trade off and packing order predictions about dividens and debt, *Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 1, pp. 1-33
- Frank, MZ dan Goyal, VK, 2003, Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, No. 2, pp. 217-248
- Giner B, and Reverte C, 2001, Valuation implication of capital sstructure: a contextual approach, *European Accounting Review*, Vol. 10, No. 2, pp. 291-314
- Gonec H, 2005, Comparison of debt financing between international and domestic firms: evidance from Turkey, Germany and UK, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 1, No. 1, pp. 49-68.
- Graham JR, 2000, How big are the tax benefits of debt?, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp.1901-1941
- Hatfield, G.B, L.T.W Cheng dan W. N Davidson III, 1994, The determinantion of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value., *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol 7 No. 3, Fall, Hal 1 -14.
- Horne JCV, dan Wachowicz, JM, 1998, Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan, Edisi Kesembilan, Salemba Empat, Jakarta.
- Hovakimian A, Opler T, dan Titman S, 2001, The debt-equity choice, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 36, No. 1, pp. 1-24
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- Mesquita JMC, dan Lara JE, 2003 , Capital structure and profitability: the Brazilian case, *Academy of Business and Administration Science Conference*.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. 1958, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, *American Economic Review*, June, pp 261-297
- Myers, S. (1984), The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, Vol.39, pp.575-592.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187-221.
- Penman, S.H, Richardson S.A, dan Tuna I, (2007), The book to price effect in stock returns: accounting for leverage, *Jounal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 2, pp. 427-467
- Safrida Eli, 2008, Pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEJ, *Tesis*, USU
- Sam'ani S, 2008, Pengaruh good corporate governance dan leverage terhadap kinerja keuangan pada perbankan yang terdaftar di BEI, *Tesis*, Magister Manajemen Undip

- Sugihen, Syafruddin Ginting, 2008, Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva Dan Kinerja Keuangan Serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka Di Indonesia, *Disertasi*, Universitas Sumatera Utara.
- Teddy, Chandra, 2007, Pengaruh struktur modal terhadap produktivitas asset, kinerja keuangan dan nilai perusahaan, *Arthavidya*, thn 8, No. 2
- Yogantara, I Made dan Wijaya, Liliana Inggrit, 2010, Hubungan Struktural Modal dan Kinerja Keuangan, *Manajemen & Bisnis*, Volume 9, Nomor 1
- Zaher (2010), Performance of debt free firms, *Managerial Finance*, Vol. 36 No. 6, pp. 491-501
- Zeitun R dan Tian G, 2007, Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan, *Australian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 1, pp. 40-53

13 November 2013

## Mengirim surat pernyataan



### PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

1. Nama : Dra. Sri Isworo Ediningsih, MM
2. Pekerjaan : Tenaga Pengajar
3. Instansi (Jur / Fak /Univ) : Manajemen/Ekonomi/UPN "Veteran" Yogyakarta
4. Alamat Instansi Lengkap : Jln. SWK 104 Ring Road Utara Condong Catur  
Yogyakarta (55283)  
Telp. dan Fax : (0274) 486377
5. Alamat Rumah : Kepuh Permai C 12 Wedomartani Sleman Yogya  
Telp./HP dan E-mail : [085228413191/wororio@yahoo.co.id](mailto:085228413191/wororio@yahoo.co.id)

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Artikel yang saya kirim ke Jurnal Keuangan dan Perbankan Universitas Merdeka Malang adalah karya orisinal, bukan menjiplak/plagiat karya orang lain, dan belum pernah dipublikasikan.
2. Bersedia mematuhi segala ketentuan tentang penulisan artikel di Jurnal Keuangan dan Perbankan Universitas Merdeka Malang.
3. Bersedia untuk melakukan revisi yang diperlukan sesuai dengan hasil evaluasi Tim Reviewer dan segera mengirim kembali hasil revisi dalam jangka waktu yang telah ditentukan.
4. Bersedia membayar kontribusi sebesar minimal **Rp. 750.000,00**(Tujuh Ratus Lima Puluh Ribu Rupiah) apabila artikel saya dimuat di jurnal ilmiah tersebut.
5. Bersedia berlangganan Jurnal Keuangan dan Perbankan minimal 1 tahun (3 edisi) dengan biaya berlangganan: bagi penulis yang beralamat di P.Jawa sebesar **Rp.300.000,00 (dua ratus lima puluh ribu rupiah)**, sedangkan bagi penulis di luar P.Jawa sebesar **Rp.450.000,00 (tiga ratus ribu rupiah)**.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan yang sesungguhnya tanpa adanya paksaan, penipuan dan kekhilafan.

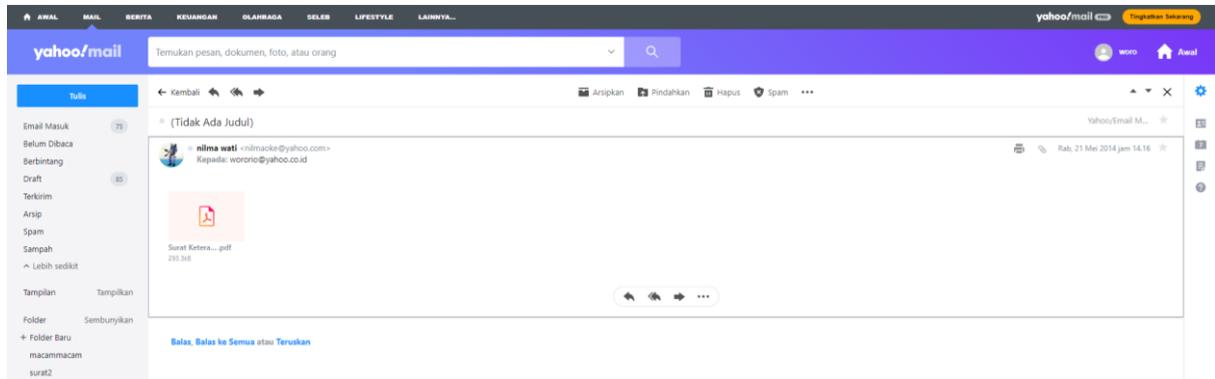
Yogyakarta, 13 November 2013

Yang menyatakan

Dra. Sri Isworo Ediningsih, MM

21 Mei 2014

Keterangan artikel diterima untuk dipublikasi



### **SURAT KETERANGAN**

Nomor: 029/JKP/UM/XI/2013

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Sari Yuniarti,SE.,MM.  
Jabatan : Ketua Dewan Editor  
Instansi : Universitas Merdeka Malang  
Alamat : Jl. Terusan Raya Dieng No.57 Malang

Menerangkan bahwa:

Nama Penulis : Sri Isworo Ediningsih, Nilmawati, dan Joko Sukendro  
Instansi : Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta  
Alamat : Jl.SWK No.104 Condong Catur, Sleman, Yogyakarta.

Judul Artikel : Utang dan Pengaruhya terhadap Kinerja Perusahaan

Telah diterima dan sedang dalam proses direview untuk dipublikasikan pada **Jurnal Keuangan dan Perbankan Edisi Volume 17 Nomor 3 September Tahun 2013.**

Demikian surat keterangan ini dibuat menunggu diterbitkannya Jurnal Keuangan dan Perbankan edisi tersebut dan untuk dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Yang menyatakan,

Ketua Dewan Editor JKP



Sari Yuniarti,SE.,MM.

8 Agustus 2014

Artikel publish dan dikirim hardcopy dengan bukti sebagai berikut

