

ANALISIS SIMULTAN ANTARA KINERJA PERUSAHAAN, KEBIJAKAN HUTANG, DAN PELUANG PERTUMBUHAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Talitha Ambar Apsari
talithaapsari97@gmail.com
Wahidahwati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The research aimed to estimate simultaneous equatation between the company's performance (ROA), debt policy (DEBT), and growth opportunity (GROWTH). While, it was a developed research by Kamaruddin and Razak (2012) which aimed to analyze the company's performance (ROA) and debt policy (DEBT) of Malaysia and Singapore companies. The population was manufacturing companies which were listed on Indonesia Stock Exchange 2013 -2017. Moreover, the data collection technique used purposive sampling. In line with, there were 64 companies annually as sample with 320 firm years. Furthermore, the data analysis technique used Two Stage Least Square (2SLS) with Eviews. Based on the research result, it concluded as follows: (1) Debt policy (DEBT) had negative and simultaneous effect on the company's performance (ROA). It meant, the higher the debt, the lower its ROA and vice versa. (2) Growth opportunity (GROWTH) had positive and simultaneous effect on the company's performance (ROA). It meant, the bigger growth opportunity, the higher the company's profitability and vice versa. (3) Growth Opportunity (GROWTH) had negative and simultaneous effect on its debt. It meant, the higher the company's debt, the lower the company growth opportunity and vice versa.

Keywords: Company's Performance (ROA), Debt Policy (DEBT), Growth Opportunity (GROWTH), Two Stage Least Square

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengestimasi persamaan simultan antara kinerja perusahaan (ROA), kebijakan hutang (DEBT), dan peluang pertumbuhan (GROWTH). Penelitian ini merupakan pengembangan penelitian yang dilakukan oleh Kamaruddin dan Razak yang menganalisis kinerja perusahaan (ROA) dan kebijakan hutang pada perusahaan di Malaysia dan Singapura. Penelitian ini difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2013 hingga 2017. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh sampel sebanyak 64 perusahaan per tahun sehingga terdapat sebanyak 320 *firm years*. Penelitian ini menggunakan metode analisis *Two Stage Least Square* (2SLS) dengan program aplikasi Eviews. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) Terdapat hubungan simultan dengan arah negatif antara kebijakan hutang (DEBT) dan kinerja perusahaan (ROA) yang artinya apabila hutang naik maka (ROA) akan mengalami penurunan begitu juga sebaliknya. (2) Terdapat hubungan simultan dengan arah positif antara peluang pertumbuhan (GROWTH) dan kinerja perusahaan (ROA) yang artinya apabila peluang pertumbuhan besar maka profitabilitas perusahaan juga semakin besar, begitu juga sebaliknya. (3) Terdapat hubungan simultan secara negatif antara peluang pertumbuhan (GROWTH) dan hutang (DEBT), yang artinya semakin tinggi hutang yang ditanggung perusahaan, maka peluang perusahaan untuk melakukan pertumbuhan semakin rendah, begitu juga sebaliknya.

Kata kunci: Kinerja Perusahaan (ROA), kebijakan hutang (DEBT), peluang pertumbuhan (GROWTH), *two stage least square*.

PENDAHULUAN

Perusahaan publik memiliki tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan atau kekayaan pemegang saham. Maka dari itu *return* yang di dapatkan oleh investor sesuai dengan proporsi kepemilikan saham. *Growth Opportunity* penting bagi perusahaan karena menggambarkan kepercayaan pasar akan perusahaan.

Kamaruddin dan Razak (2012) menyatakan isu dasar dalam literatur keuangan adalah pilihan *leverage*. Dimana *operating leverage* yang diharapkan untuk memperkirakan persentase perubahan pendapatan operasional bagi perubahan 1% *income* dan *financial leverage* yang memperkirakan perubahan persentase pendapatan bersih untuk perubahan 1%

pendapatan operasional. Konflik yang mencuat antara manajer dan CEO perusahaan akan membuat keputusan yang baik mengenai struktur modal yang optimal. *Leverage* didefinisikan sebagai tingkat efektivitas investor atau bisnis dalam pemanfaatan pinjaman pendanaan. Perusahaan dapat membuat fleksibilitas dengan membuat *leverage* keuangan, mempertahankan akses ke pasar modal, *buyback* saham, dan penciptaan nilai bagi para pemegang saham.

Salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah adanya *institutional ownership*. Kepemilikan institusional dapat mempengaruhi kinerja perusahaan karena instusional umumnya bergerak sebagai pihak pengawas perusahaan. Sukirni (2012) menyebutkan dalam memonitor manajemen, kepemilikan institusional memiliki arti penting yang diyakini mampu meningkatkan pengawasan yang optimal. Jadi, kepemilikan institusional dapat menjadi agen pengawas dapat ditekan melalui investasi mereka pada parasa modal serta mendorong peningkatan pengawasan pada manajemen.

Penelitian yang dilakukan oleh Damayanti dan Suartana (2014) menunjukkan hasil jika kontrol yang kuat dari pemegang saham institusional akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk memperluas bidang penelitian dengan mengembangkan persamaan dimana kinerja perusahaan, kebijakan hutang, dan peluang pertumbuhan perusahaan menjadi variabel endogen gabungan. Spesifikasi ini didukung oleh suatu fakta bahwa kinerja perusahaan, kebijakan hutang, dan peluang pertumbuhan perusahaan merupakan bagian-bagian integral dari pembuatan keputusan perusahaan dalam rangka agensi sedangkan kepemilikan institusional, kepemilikan asing, ukuran perusahaan, *agency cost*, dan variabel kontrol lainnya berada di luar perusahaan dan karenanya mereka bukan variabel keputusan perusahaan.

TINJAUAN TEORITIS

Persamaan Kinerja Keuangan

Menurut Fahmi (2011), kinerja keuangan merupakan analisis yang dilakukan untuk melihat sejauh mana suatu perusahaan telah melaksanakan dan menggunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan bernar seperti pemenuhan standar sesuai dengan SAK (Standar Akuntansi Keuangan) maupun GAAP (*General Accepted Accounting Principle*). Jadi, dapat disimpulkan kinerja keuangan menggambarkan kondisi keuangan perusahaan yang dianalisis menggunakan beberapa proksi sehingga dapat diketahui apa saja baik dan buruknya kondisi keuangan suatu perusahaan.

Duc dan Hoang (2013) melakukan penelitian dengan menggunakan data dari Ho Chi Minh Stock Exchange dan Hanoi Stock Exchange untuk periode 2007-2012. Mereka menguji pengaruh *corporate owner ship* (*state ownership* dan *foreign ownership*) terhadap *firm performance* yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q ($\text{share's market price} \times \text{number of outstanding share} + \text{book value of debt} / \text{book value of total assets}$) dan ROA. Duc dan Hoang menggunakan regresi untuk menganalisis data. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *state ownership* dan *foreign ownership* berhubungan positif baik dengan Tobin's Q maupun dengan ROA. Dari uraian diatas maka Hipotesis 1 dan Hipotesis 2:

- H₁** : Kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (ROA)
- H₂** : Peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (ROA)

Persamaan Leverage (DEBT)

Hermanto (2015) menyatakan *leverage* dalam pengertian bisnis mengacu pada penggunaan aset dan sumber dana oleh perusahaan dimana dalam penggunaan aset atau

dana tersebut perusahaan harus mengeluarkan biaya tetap atau beban tetap. Penggunaan aset atau dana tersebut bertujuan untuk meningkatkan keuntungan potensial bagi para investor.

Dalam *Pecking Order Theory* yang dikemukakan oleh Myers (1984) perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dananya dalam jumlah yang sedikit, dikarenakan dana yang mereka miliki telah cukup. Penelitian yang dilakukan oleh Setiana dan Rahayu (2012), Herdiyanto dan Darsono (2015), serta Rosyadah *et al.* (2013) menemukan bahwa DAR berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Dari uraian diatas maka Hipotesis 3 dan Hipotesis 4:

- H₃** : Peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh negatif terhadap hutang (*Debt*) perusahaan
- H₄** : Kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh negatif terhadap hutang (*Debt*) perusahaan

Persamaan *Growth Opportunity*

Growth Opportunity menunjukkan keberhasilan operasional perusahaan di masa lalu yang dapat dijadikan sebagai prediksi peluang pertumbuhan di masa yang akan datang. Menurut Chen (dalam Hermuningsih, 2013), perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah *underinvestment* yaitu dengan cara tidak melaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh pihak manajer perusahaan.

Pertumbuhan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan karena apabila pertumbuhan perusahaan banyak dibiayai oleh hutang, maka investasi yang dilakukan oleh manajer tidak dapat optimal. Selain itu, perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi dikarenakan harga buku saham dan harga pasar saham memiliki perbandingan yang tinggi, hanya memerlukan pembiayaan eksternal yang lebih sedikit pula (Hidayat, 2013).

Loderer *et al.* (2017) menyajikan teori dan bukti bahwa peluang pertumbuhan (*growth opportunity*) yang di proksi oleh Tobin's Q terjadi dengan seiring bertambahnya usia perusahaan yang disebabkan matangnya organisasi yang berkelanjutan. Sehingga organisasi fokus pada manajemen aset yang ada. Dari uraian diatas maka Hipotesis 5 dan Hipotesis 6:

- H₅** : Kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan berpengaruh negatif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*)
- H₆** : Kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh positif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*)

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan penelitian korelasional antara dua variabel yang bertujuan untuk melihat ada atau tidaknya korelasi antara variabel dan membuat hipotesis berdasarkan koreksi antar variabel.

Populasi dan sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX). Dalam bagian ini populasi mengacu pada keseluruhan bagian yang di analisis, sedangkan sampelnya merupakan bagian dari populasi yang mewakili dalam penelitian ini. Populasi dalam penelitian ini meliputi semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) berturut-turut pada tahun 2013 hingga 2017. Alasan dipilihnya sektor manufaktur dalam penelitian ini dikarenakan sektor ini sangat terkait dan dipengaruhi oleh kondisi perekonomian dan faktor pasar. Selain itu sektor manufaktur merupakan salah satu sektor riil yang paling besar dalam bursa keuangan di Indonesia. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* ini mengambil sampel dari target yang akan mampu menyediakan informasi yang diinginkan karena diharapkan dapat memberikan informasi yang dibutuhkan dan sesuai dengan kriteria tertentu yang ditetapkan oleh peneliti.

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= \alpha + \beta_1 \text{FOWN} + \beta_2 \text{INSOWN} + \beta_3 \text{AC} + \beta_4 \text{Debt} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Growth} + \beta_7 \text{CR} + e \\ \text{Debt} &= \alpha + \beta_1 \text{FOWN} + \beta_2 \text{INSOWN} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{Fixed} + e \\ \text{Growth} &= \alpha + \beta_1 \text{FOWN} + \beta_2 \text{INSOWN} + \beta_3 \text{Debt} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{Fixed} + \beta_7 \text{FirmAge} + e \end{aligned}$$

Keterangan:

- ROA : Kinerja perusahaan dihitung dengan EBIT rasio/total aset
 Debt : *Leverage* perusahaan dihitung dengan total utang rasio/total aset
 α : Konstan
 FOWN : Kepemilikan Asing
 INSOWN : Kepemilikan Institusional
 AC : Biaya diambil sebagai total biaya/total aset.
 Size : ukuran diambil dari logaritma total aset.
 Growth : Peluang pertumbuhan yang diambil dari harga pasar untuk rasio/nilai buku.
 Fixed : Ukuran level asset tetap yang didefinisikan sebagai rasio properti, pabrik, dan peralatan terhadap asset total
 CR : Ukuran level asset lancar yang didefinisikan sebagai rasio terhadap kewajiban lancar
 Firm Age : Umur perusahaan dalam bisnis dirumuskan dengan selisih antara tahun berjalan dan tahun dimana perusahaan dibuka
 e : *Error*

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Masalah Identifikasi

Lopez-Espin *et al.* (2012) menyatakan bahwa untuk melihat apakah model ini dapat ditaksir atau tidak, pendekatan yang dapat dilakukan adalah kondisi order. Jadi agar suatu persamaan dalam sistem persamaan simultan dengan M persamaan dapat teridentifikasi, jumlah *predetermined variables* yang tidak terdapat dalam persamaan tersebut tidak boleh lebih kecil dari jumlah variabel endogen yang terdapat dalam persamaan tersebut dikurangi satu. Kondisi identifikasi ditentukan oleh: $K - k \geq m - 1$

Keterangan:

- K : Jumlah dari total variabel dalam model (variabel endogen dan eksogen)
 k : Jumlah variabel endogen dan eksogen yang terdapat dalam persamaan
 m : Jumlah total persamaan

Adapun kriteria yang digunakan untuk menentukan persamaan simultan yaitu:

- (1) Jika $K - k = m - 1$, termasuk *just identified* dan dapat diselesaikan dengan *Indirect Square (ILS)*;
- (2) Jika $K - k > m - 1$, termasuk *over identified* dan dapat diselesaikan dengan *Two Stage Least Squares (2SLS)*;
- (3) Jika $K - k < m - 1$, termasuk *unidentified* atau tidak dapat diidentifikasi.

Berdasarkan dari formula diatas, kondisi model yang terdiri dari tiga persamaan, maka kondisi identifikasi dapat diuji seperti yang tersaji pada tabel 1.

Tabel 1
Masalah Identifikasi Masalah Persamaan

Persamaan	K-k	m-1	Hasil	Keterangan
ROA	(10 - 7)	(3 - 1)	3 > 2	<i>Over identified</i>
Debt	(10 - 6)	(3 - 1)	4 > 2	<i>Over identified</i>
Growth	(10 - 7)	(3 - 1)	3 > 2	<i>Over identified</i>

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Dari tabel 1, maka dapat dilihat bahwa semua persamaan baik persamaan ROA, Debt, dan Growth semuanya *over identified*. Kondisi order yang cocok untuk penelitian ini adalah analisis 2SLS.

Uji Statistik Deskriptif

Dalam uji statistik deskriptif masing-masing variabel dapat diketahui nilai *minimum*, *maximum*, *mean* dan *standard deviation*, dimana nilai *mean* yang akan menunjukkan besaran pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

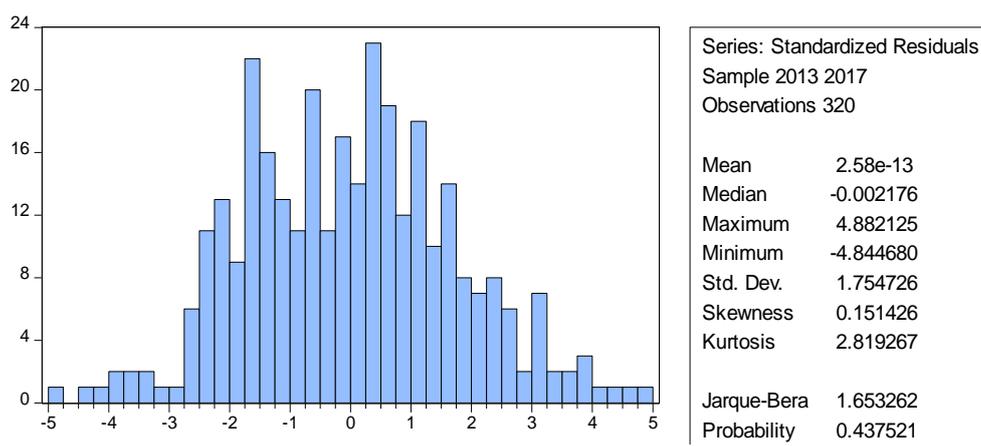
Tabel 2
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Std. Dev	Minimum	Maximum
AC	320	0.651724	0.890725	0.025055	1.145.069
LCR	320	0.324774	0.291200	-0.394590	1.453.205
LDEBT	320	-0.997661	0.530412	-3.218.876	0.190620
LFIRM_AGE	320	3.600.904	0.509166	1.386.294	5.393.628
LGROWTH	320	2.303.737	2.228.759	-3.067.706	1.006.476
INSOWN	320	0.382635	0.310015	0.000000	0.995600
FOWN	320	0.288375	0.321171	0.000000	0.961700
FIXED	320	0.357404	0.177063	0.000300	0.918400
LROA	320	-1.721.199	2.304.031	-8.517.190	2.938.103
SIZE	320	6.445.622	0.730282	5.126.401	8.470.772

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Uji Normalitas

Uji normalitas ini bertujuan untuk melihat apakah data terdistribusi normal atau tidak karena model regresi yang baik adalah memiliki data yang terdistribusi normal. Tapi yang diuji pada uji normalitas disini adalah residualnya. Karena model regresi memerlukan normalitas pada nilai residualnya. Pada penelitian ini digunakan uji Jarque-Bera untuk menguji apakah data berdistribusi normal atau tidak. Hasil uji Jarque-Bera penelitian ini dapat dilihat pada gambar 1.



Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Gambar 1
Hasil Pengujian Uji Jarque-Bera Residual

Winarno (2015) menyatakan pada uji Jarque-Bera dengan H_0 pada data berdistribusi normal, uji Jarque-Bera didistribusi dengan derajat bebas dengan nilai 2 (dua). *Probability* menunjukkan kemungkinan nilai JB melebihi nilai terobservasi dibawah hipotesis nol. Jadi, nilai probabilitas yang kecil cenderung mengarahkan pada penolakan hipotesis nol berdistribusi normal. Pada angka Jarque-bera diatas sebesar 0,437521 (lebih besar daripada 5%) yang menunjukkan bahwa H_0 diterima dan data berdistribusi secara normal.

Hasil dari Estimasi Persamaan Model

Tabel 3
Hasil Estimasi Persamaan Model

VARIABLE		ROA	DEBT	GROWTH
C	Coefficient	0,097994	-2,572892	-10,96732
	t-Statistic	0,031558	-9,191887	-9,051629
	Prob	0,000000	0,000000	0,000000
FOWN	Coefficient	-1,283343	0,274718	1,515373
	t-Statistic	-1,524587	2,294511	3,514351
	Prob	0,1284	0,0224	0,00005
INSOWN	Coefficient	0,494209	0,299183	0,782059
	t-Statistic	0,696759	2,471626	1,76424
	Prob	0,4865	0,0140	0,0787
AC	Coefficient	-0,884207		
	t-Statistic	-3,96294		
	Prob	0,0001		
SIZE	Coefficient	-0,807535	0,218174	
	t-Statistic	-1,586109	4,983815	
	Prob	0,1137	0	
CR	Coefficient	-4,37734		
	t-Statistic	-1,659575		
	Prob	0,098		
ROA	Coefficient		-0,05031	0,050069
	t-Statistic		-4,035802	1,08293
	Prob		0,000001	0,0485
DEBT	Coefficient	-3,464933		-0,556942
	t-Statistic	-2,174481		-2,756813
	Prob	0,0304		0,0062
GROWTH	Coefficient	0,915004	-0,048326	
	t-Statistic	0,309414	-3,24185	
	Prob	0,0033	0,0013	
FIXED	Coefficient			-1,693648
	t-Statistic			-2,863436
	Prob			0,0045
FIRM_AGE	Coefficient			0,980783
	t-Statistic			0,00000
	Prob			4,646787
R ²		0,388783	0,133926	0,380142
Adj R ²		0,359366	0,120091	0,36619
Prob (F-statistic)		0,000000	0,000000	0,000000
S.E. of regression		2,315794	0,497544	1,774364
S.D. dependent var		2,704031	0,530412	2,228759

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Persamaan Kinerja Keuangan (ROA)

Persamaan ini digunakan untuk menguji persamaan kinerja keuangan (ROA). Nilai koefisien determinasi berganda diberi label *R-squared*. Pada persamaan ini nilai *R-squared* sebesar 0,388 yang berarti variabel *predictor* di dalam model dapat menjelaskan variabel *response* sebesar 38,8%. Sedangkan sisanya sebesar 61,2% dijelaskan oleh variabel lain diluar model yang diteliti. Nilai *adjusted R-squared* artinya nilai *R-squared* yang telah terkoreksi oleh nilai standar *error*. Dalam persamaan ini, nilai *adjusted R²* sebesar 0,360. Sedangkan nilai standar *error* model regresi yang ditunjukkan dengan label *S.E. of regression* sebesar 2,316. Nilai standar *error* ini lebih kecil daripada nilai standar deviasi variabel *response* yang ditunjukkan dengan label *S.D. dependent var* yaitu sebesar 2,704 yang dapat diartikan bahwa model regresi valid sebagai model prediktor.

Uji simultan pada *output eviws* ini ditunjukkan dengan label *F-statistics*. Dalam persamaan ini nilai F sebesar 10,21534 dengan *p-value* sebesar 0,0000 dimana angka tersebut < 0,05 atau batas kritis penelitian, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel bebas secara serentak mempengaruhi secara signifikan variabel terikat.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai *t-parsial* FOWN sebesar minus 1,525 dan nilai *p-value* dari *t-parsial* adalah 0,1284 dimana nilai tersebut > 0,05 sehingga menunjukkan tidak ada pengaruh signifikan FOWN terhadap ROA.

Rata-rata kepemilikan saham oleh pihak asing hanya 28% sehingga *voting right* yang dimiliki pihak asing masih lebih kecil dibanding kepemilikan pihak lain, jadi hal ini mempengaruhi keputusan penggunaan aset.

Tidak berpengaruhnya kepemilikan saham oleh pihak asing terhadap ROA kemungkinan juga dikarenakan pada kondisi pasar modal Indonesia yang masih merupakan *emerging market*, sehingga pihak asing bisa dengan mudah masuk dan keluar dari bursa saham di Indonesia dan mereka mencari keuntungan yang besar dari fluktuasi perdagangan harga saham yang cukup likuid serta adanya pengaruh perekonomian secara makro, kebijakan, serta iklim politik di Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Aji (2016).

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai *t-parsial* INSOWN sebesar 0,697 dan nilai *p-value* dari *t-parsial* adalah 0,4865 dimana nilai tersebut > 0,05 sehingga menunjukkan tidak ada pengaruh signifikan INSOWN terhadap ROA. Secara umum, kepemilikan saham oleh pihak institusi cenderung melakukan motivasi yang kuat untuk mengawasi kebijakan manajemen. Namun pada penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on asset* (ROA). Hal ini dikarenakan rata-rata kepemilikan saham oleh pihak institusi sebesar 38% sehingga proses *monitoring* terhadap penggunaan aset perusahaan masih rendah.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian oleh Wiranata dan Nugrahanti (2013). Lebih lanjut Wiranata dan Nugrahanti menyatakan rendahnya kepemilikan institusi menyebabkan proses *monitoring* terhadap manajer tidak efektif sehingga tidak berpengaruh terhadap kinerja yang dimiliki perusahaan. Selain itu pemilik mayoritas institusi ikut dalam pengendalian perusahaan sehingga cenderung bertindak untuk kepentingan mereka sendiri walaupun mengorbankan kepemilikan minoritas. Karena adanya asimetri informasi antara pihak pemegang saham dan manajemen, menyebabkan manajemen selaku pengelola mampu mengendalikan perusahaan karena memiliki informasi yang lebih banyak mengenai perusahaan dibandingkan pemegang saham. Sehingga adanya kepemilikan institusional tidak menjamin *monitoring* kinerja manajemen berjalan efektif. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Aji (2016) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai *t-parsial* AC sebesar minus 3,963 dan nilai *p-value* dari *t-parsial* adalah 0,0001 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga

menunjukkan ada pengaruh signifikan AC terhadap ROA. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang diteliti oleh Fachrudin (2011) dan Dawar (2014).

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai $t_{\text{parsial}} \text{ SIZE}$ sebesar minus 1,586 dan nilai $p\text{-value}$ dari t_{parsial} adalah 0,1137 dimana nilai tersebut $> 0,05$ sehingga menunjukkan tidak ada pengaruh signifikan SIZE terhadap ROA. Tidak berpengaruhnya ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan karena kurangnya pemanfaatan aset untuk menciptakan peluang pertumbuhan penjualan sehingga kinerja keuangan menjadi tidak baik. Penelitian ini selaras dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Wiranata dan Nugrahanti (2013).

Hasil penelitian ini selaras dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Salawu *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan bukanlah sebuah jaminan bahwa kinerja perusahaan akan menjadi baik karena aset yang besar dari perusahaan bukan berarti perusahaan dapat memanfaatkan aset tersebut dengan baik. Selain itu, hasilnya menunjukkan ukuran perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan risiko bahwa perusahaan mungkin mengarah ke biaya yang lebih tinggi yang dapat mengurangi profitabilitas mereka. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Afriyanti (2011).

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai $t_{\text{parsial}} \text{ CR}$ sebesar minus 1,660 dan nilai $p\text{-value}$ dari t_{parsial} adalah 0,098 dimana nilai tersebut $< 0,05$ sehingga menunjukkan tidak ada pengaruh signifikan CR terhadap ROA. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sarjana *et al.* (2013), Barus dan Leliani (2013), dan Sumatri (2012). Tidak berpengaruhnya rasio lancar terhadap *return on assets* (ROA) diduga karena adanya faktor lain seperti persediaan barang jadi, persediaan bahan baku, persediaan barang dalam proses, dan piutang lancar termasuk dalam komponen aset lancar, sehingga besarnya komponen tersebut akan meningkatkan CR, namun tidak dapat menghasilkan laba karena perusahaan harus menyiapkan biaya untuk penyimpanan biaya pada proses persediaan barang dan kerugian piutang.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai $t_{\text{parsial}} \text{ DEBT}$ sebesar minus 2,174481 serta koefisien sebesar -3,464 dan nilai $p\text{-value}$ dari t_{parsial} adalah 0,0304 dimana nilai tersebut $< 0,05$ sehingga menunjukkan ada pengaruh negatif signifikan DEBT terhadap ROA. Hasil ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Chinamerem dan Anthony (2012) dan Nursatyani *et al.* (2014).

Penggunaan hutang akan meningkatkan profitabilitas hanya pada titik tertentu. Setelah titik tersebut penggunaan hutang justru akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sejalan dengan kenaikan biaya *financial distress* dan *agency problem*. Semakin banyak hutang maka semakin tinggi risiko kebangkrutan karena beban atas hutang yang ditanggung lebih besar dari profitabilitas yang diperoleh.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai $t_{\text{parsial}} \text{ GROWTH}$ sebesar 2,958 dan nilai $p\text{-value}$ dari t_{parsial} adalah 0,0033 dimana nilai tersebut $< 0,05$ sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan GROWTH terhadap ROA. Hal ini berarti apabila semakin besar peluang pertumbuhan maka profitabilitas perusahaan juga semakin besar. Hasil ini sejalan dengan penelitian milik Kadek (2011).

Persamaan Leverage (DEBT)

Nilai koefisien determinasi berganda diberi label *R-squared*. Pada persamaan ini nilai *R-squared* sebesar 0,134 yang berarti variabel *predictor* di dalam model dapat menjelaskan variabel *response* sebesar 13,4%. Sedangkan sisanya sebesar 86,6% dijelaskan oleh variabel lain diluar model yang diteliti.

Nilai *adjusted R-squared* artinya nilai *R-squared* yang telah terkoreksi oleh nilai standar *error*. Dalam persamaan ini, nilai *adjusted R²* sebesar 0,121. Sedangkan nilai standar *error* model regresi yang ditunjukkan dengan label *S.E. of regression* sebesar 0,498. Nilai standar *error* ini lebih kecil daripada nilai standar deviasi variabel *response* yang ditunjukkan dengan label *S.D.*

dependent var yaitu sebesar 0,530 yang dapat diartikan bahwa model regresi valid sebagai model prediktor.

Uji simultan pada *output eviws* ini ditunjukkan dengan label *F-statistics*. Dalam persamaan ini nilai F sebesar 9,680 dengan *p-value* sebesar 0,0000 dimana angka tersebut < 0,05 atau batas kritis penelitian, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel bebas secara serentak mempengaruhi secara signifikan variabel terikat.

Persamaan ini digunakan untuk menguji persamaan Hutang (DEBT). Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai t_{parsial} FOWN sebesar 2,295 dan nilai *p-value* dari t_{parsial} adalah 0,0224 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan FOWN terhadap DEBT. Subing (2017) menyatakan investasi asing bagi negara berkembang dapat menambah tabungan domestik untuk meningkatkan invesrasi sehingga mengurangi kesenjangan kurs mata uang bagi masing-masing negara dan memudahkan aktivitas impor.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai t_{parsial} INSOWN sebesar 0,247 dan nilai *p-value* dari t_{parsial} adalah 0,014 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan INSOWN terhadap DEBT. Hasil ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Murtiningtyas (2012) dan Fernando (2017). Karena adanya kepemilikan institusional dapat peningkatan mekanisme pengawasan dalam perusahaan yaitu dengan mengaktifkan monitoring melalui investor-investor institusional untuk mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen sehingga dapat meminimalisasi konflik keagenan, dan sebagai mekanisme monitoring yang efektif dalam pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer termasuk dalam keputusan kebijakan hutang.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai t_{parsial} ROA sebesar minus 4,036 dan nilai *p-value* dari t_{parsial} adalah 0,0001 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan ROA terhadap DEBT. Hasil ini selaras dengan penelitian yang telah dilaksanakan oleh Rosyadah *et al.* (2013), Setiana (2012), serta Herdiyanto dan Darsono (2015). Arah koefisien yang bertanda negatif artinya semakin tinggi utang akan berdampak pada turunnya kinerja perusahaan. Tingginya utang akan mengakibatkan beban bunga yang semakin tinggi pula sehingga tingkat risiko kebangkrutan juga semakin tinggi jika perusahaan tidak dapat membayar.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai t_{parsial} SIZE sebesar 4,984 dan nilai *p-value* dari t_{parsial} adalah 0,000 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan SIZE terhadap DEBT. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Andrianto (2013) serta Cortez dan Susanto (2012). Lebih lanjut menurut Cortez dan Susanto, ukuran perusahaan menjadi faktor yang perlu menjadi pertimbangan dalam menentukan tingkat hutang perusahaan. Perusahaan dengan ukuran lebih besar cenderung memperoleh dana pinjaman lebih mudah dari pihak ketiga karena adanya jaminan yang berupa aktiva yang nilainya besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Selain itu, semakin besarnya ukuran perusahaan maka kebutuhan untuk modalnya juga semakin besar pula.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai t_{parsial} GROWTH sebesar minus 3,242 dan nilai *p-value* dari t_{parsial} adalah 0,0013 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan GROWTH terhadap DEBT. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi dikarenakan harga buku saham dan harga pasar saham memiliki perbandingan yang tinggi, hanya memerlukan pembiayaan eksternal yang lebih sedikit pula. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Hidayat (2013) yang menyatakan bahwa jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal.

Persamaan *Growth Opportunity* (GROWTH)

Persamaan ini digunakan untuk menguji persamaan peluang pertumbuhan (GROWTH). Nilai koefisien determinasi berganda diberi label *R-squared*. Pada persamaan ini nilai *R-squared* sebesar 0,380 yang berarti variabel *predictor* di dalam model dapat menjelaskan variabel *response* sebesar 38%. Sedangkan sisanya sebesar 62% dijelaskan oleh variabel lain diluar model yang diteliti.

Nilai *adjusted R-squared* artinya nilai *R-squared* yang telah terkoreksi oleh nilai standar *error*. Dalam persamaan ini, nilai *adjusted R²* sebesar 0,366. Sedangkan nilai standar *error* model regresi yang ditunjukkan dengan label *S.E. of regression* sebesar 1,744. Nilai standar *error* ini lebih kecil daripada nilai standar deviasi variabel *response* yang ditunjukkan dengan label *S.D. dependent var* yaitu sebesar 2,229 yang dapat diartikan bahwa model regresi valid sebagai model prediktor.

Uji simultan pada *output eviews* ini ditunjukkan dengan label *F-statistics*. Dalam persamaan ini nilai F sebesar 27,247 dengan *p-value* sebesar 0,0000 dimana angka tersebut < 0,05 atau batas kritis penelitian, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel bebas secara serentak mempengaruhi secara signifikan variabel terikat.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai *t-parsial* FOWN sebesar 3,514 dan nilai *p-value* dari *t-parsial* adalah 0,0005 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan FOWN terhadap GROWTH. Hal ini mengindikasikan bahwa apabila kepemilikan asing semakin tinggi maka peluang pertumbuhan perusahaan juga semakin tinggi. Masuknya investor asing pada perusahaan dapat menjadi pelengkap untuk mengisi sektor industri yang belum dapat dipenuhi oleh pihak swasta nasional. Kepemilikan asing secara tidak langsung dapat dimanfaatkan sebagai upaya menembus jaringan pemasaran internasional melalui jaringan yang dimiliki oleh para investor asing. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yusof (2011) serta Bimantoro dan Adriana (2016).

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai *t-parsial* INSOWN sebesar 1,764 dan nilai *p-value* dari *t-parsial* adalah 0,079 dimana nilai tersebut > 0,05 sehingga menunjukkan tidak ada pengaruh signifikan INSOWN terhadap GROWTH. Konsentrasi kepemilikan institusional hanya mampu meningkatkan pengawasan pihak pemegang saham terhadap pihak manajemen, jadi tidak memiliki pengaruh apapun dalam peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Prabowo dan Salim (2013).

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai *t-parsial* DEBT sebesar minus 2,757 dan nilai *p-value* dari *t-parsial* adalah 0,0062 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga menunjukkan ada pengaruh negatif signifikan DEBT terhadap GROWTH. Apabila hutang yang dimiliki oleh perusahaan tinggi, maka hal ini akan menurunkan peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki jumlah hutang yang tinggi, hal ini berarti perusahaan tersebut memiliki risiko bisnis yang tinggi pula. Risiko yang tinggi ini termasuk kewajiban untuk membayar biaya bunga dari hutang tersebut. Biaya yang tinggi tersebut dapat mempengaruhi kinerja perusahaan yang nantinya akan mempengaruhi peluang perusahaan untuk melakukan pertumbuhan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Ady dan Mulyaningtyas (2017) yang menghasilkan kesimpulan bahwa Indonesia berada dalam *weak-form market* yang artinya didalam area *imperfect market*, maka kondisi keuangan perusahaan (termasuk kebijakan hutang perusahaan) menjadi relevan dalam peluang pertumbuhan perusahaan.

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai *t-parsial* SIZE sebesar 9,841 dan nilai *p-value* dari *t-parsial* adalah 0,0000 dimana nilai tersebut < 0,05 sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan SIZE terhadap GROWTH. Semakin besar ukuran suatu perusahaan sudah tidak diragukan lagi akan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut unggul dalam segi kekayaan dan *performance* yang bagus, sehingga akan memberikan daya tarik kepada para

calon investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Hal ini akan mengakibatkan harga saham bergerak naik dan membuat peluang perusahaan untuk tumbuh menjadi naik pula.

Menurut Sugiono dan Christiawan (2013), perusahaan yang memiliki *size* besar dapat memiliki akses yang lebih besar serta luas untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal sehingga untuk memperoleh pinjaman lebih mudah karena kesempatan yang mereka miliki juga besar sehingga memberikan kesempatan untuk memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Viandita *et al.* (2013), Mentari (2015), dan Karimah (2015).

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai $t_{\text{-parsial}}$ ROA sebesar 1,083 dan nilai $p\text{-value}$ dari $t_{\text{-parsial}}$ adalah 0,0485 dimana nilai tersebut $< 0,05$ sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan ROA terhadap GROWTH. ROA merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur keuntungan bersih yang diperoleh dari pengelolaan aktiva. Jadi, apabila semakin tinggi rasio maka produktivitas aset dalam menghasilkan profit semakin tinggi pula. Hal ini memberikan daya tarik bagi calon investor di bursa karena hal ini mengindikasikan tingkat pengembalian yang semakin besar. Sehingga berpengaruh terhadap peluang pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2015) serta Agustina dan Noviri (2013).

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai $t_{\text{-parsial}}$ FIXED sebesar minus 2,863 dan nilai $p\text{-value}$ dari $t_{\text{-parsial}}$ adalah 0,0045 dimana nilai tersebut $< 0,05$ sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan FIXED terhadap GROWTH. Koefisien regresi FIXED sebesar minus 1,694 hal ini menunjukkan arah hubungan yang negatif antara variabel FIXED dengan *Growth Opportunity* (GROWTH) artinya jika rasio aset tetap naik dengan anggapan variabel lainnya konstan, maka *Growth Opportunity* (GROWTH) akan mengalami penurunan.

Pengaruh negatif disebabkan karena apabila rasio aset tetap menunjukkan adanya kenaikan aktiva tetap yang berarti porsi aktiva lancar berkurang. Hal ini mengindikasikan modal kerja serta kemampuan dari perusahaan untuk memenuhi kewajiban perusahaan yang akan jatuh tempo menurun, sehingga perusahaan akan memerlukan modal saham sehingga harga saham menjadi turun dan menyebabkan turunnya peluang pertumbuhan perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Mauluda dan Herlambang (2016) serta Ratnawati (2017).

Hasil dari pengujian persamaan menunjukkan bahwa nilai $t_{\text{-parsial}}$ FIRM_AGE sebesar 4,647 dan nilai $p\text{-value}$ dari $t_{\text{-parsial}}$ adalah 0,0000 dimana nilai tersebut $< 0,05$ sehingga menunjukkan ada pengaruh signifikan FIRM_AGE terhadap GROWTH. Umur perusahaan adalah sejak berdirinya hingga perusahaan tersebut masih mampu menjalankan operasinya. Karena pada dasarnya perusahaan didirikan untuk jangka waktu yang panjang tidak didirikan untuk beberapa hari saja.

Pada penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh positif antara umur perusahaan dan peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini diakibatkan semakin lama perusahaan berdiri menunjukkan eksistensinya dalam lingkungan bisnis dan dapat meningkatkan kepercayaan investor serta menunjukkan kemampuan dan keunggulan dalam berkompetensi di industri. Hal ini sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Loderer *et al.* (2017) bahwa peluang pertumbuhan (*growth opportunity*) yang di proksi oleh Tobin's Q terjadi dengan seiring bertambahnya usia perusahaan yang disebabkan matangnya organisasi yang berkelanjutan. Sehingga organisasi fokus pada manajemen aset yang ada.

Uji Hipotesis Pertama

H_1 : Kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (ROA)

Pada persamaan pertama di tabel 5 yang bertujuan untuk menguji persamaan *return on asset* (ROA), pada variabel DEBT diperoleh t_{hitung} sebesar -2,174 dengan tingkat signifikan $0,030 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa DEBT berpengaruh negatif terhadap *return on asset* (ROA). Dengan demikian H_1 yang menyatakan dugaan kebijakan hutang (*Debt*) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (ROA) diterima.

Uji Hipotesis Kedua

H_2 : Peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (ROA)

Pada persamaan pertama di tabel 5 yang bertujuan untuk menguji persamaan *return on asset* (ROA), pada variabel GROWTH diperoleh t_{hitung} sebesar 2,957 dengan tingkat signifikan $0,0033 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap *return on asset* (ROA). Dengan demikian H_2 yang menyatakan dugaan peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (ROA) diterima.

Uji Hipotesis Ketiga

H_3 : Peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh negatif terhadap hutang (*Debt*) perusahaan

Pada persamaan kedua di tabel 6 yang bertujuan untuk menguji persamaan DEBT, pada variabel GROWTH diperoleh t_{hitung} sebesar -2,242 dengan tingkat signifikan $0,0013 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan (GROWTH) berpengaruh negatif terhadap DEBT. Dengan demikian H_3 yang menyatakan dugaan peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh negatif terhadap hutang (*Debt*) diterima.

Uji Hipotesis Keempat

H_4 : Kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh negatif terhadap hutang (*Debt*) perusahaan

Pada persamaan kedua yaitu persamaan DEBT pada persamaan kedua yang ditunjukkan di tabel 6, pada variabel ROA diperoleh t_{hitung} sebesar -4,036 dengan tingkat signifikan $0,0001 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa ROA berpengaruh negatif terhadap DEBT. Dengan demikian H_4 yang menyatakan dugaan kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh negatif terhadap hutang (*Debt*) diterima.

Uji Hipotesis Kelima

H_5 : Kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan berpengaruh negatif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*)

Pada persamaan GROWTH yang ditunjukkan di tabel 7, pada variabel DEBT diperoleh t_{hitung} sebesar -2,757 dengan tingkat signifikan $0,0062 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa DEBT berpengaruh negatif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*). Dengan demikian H_5 yang menyatakan hutang (*Debt*) berpengaruh negatif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) diterima.

Uji Hipotesis Keenam

H_6 : Kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh positif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*)

Pada persamaan GROWTH, yang merupakan persamaan ketiga pada tabel 7, pada variabel ROA diperoleh t_{hitung} sebesar 1,083 dengan tingkat signifikan $0,0485 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth*

Opportunity). Dengan demikian H_6 yang menyatakan kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh positif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) diterima.

Adanya hubungan simultan antara antara kinerja perusahaan (ROA), kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan dan Peluang Pertumbuhan (*Growth Opportunity*) digunakan analisis *two stage least square* (2SLS) untuk membuktikan apakah benar ada hubungan timbal balik (simultan) pada ketiga persamaan tersebut. Berikut persamaan yang dihasilkan oleh metode 2SLS:

$$\text{ROA} = 0,098 - 1,283 \text{ FOWN} + 0,494 \text{ INSOWN} - 0,884 \text{ AC} - 0,807 \text{ SIZE} - 4,377 \text{ CR} - 3,464 \text{ DEBT} + 0,915 \text{ GROWTH}$$

$$\text{DEBT} = -2,573 + 0,275 \text{ FOWN} + 0,299 \text{ INSOWN} - 0,050 \text{ ROA} + 0,218 \text{ SIZE} - 0,048 \text{ GROWTH}$$

$$\text{GROWTH} = -10,967 + 1,515 \text{ FOWN} + 0,782 \text{ INSOWN} - 0,557 \text{ DEBT} + 1,4178 \text{ SIZE} + 0,051 \text{ ROA} - 1,694 \text{ FIXED} + 0,981 \text{ FIRM_AGE}$$

Dari hasil analisis 2SLS diperoleh hasil pada persamaan ROA bahwa kebijakan hutang (*Debt*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (ROA) dan *Growth Opportunity* (GROWTH) berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA. Selanjutnya pada persamaan DEBT, kinerja perusahaan (ROA) dan *Growth Opportunity* (GROWTH) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DEBT). Pada persamaan Growth ditunjukkan bahwa kebijakan hutang (*Debt*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Growth Opportunity* (GROWTH) dan kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA.

Dengan demikian, dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan simultan (timbal balik) antara kinerja perusahaan (ROA), kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan dan Peluang Pertumbuhan (*Growth Opportunity*).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengestimasi persamaan simultan antara kinerja perusahaan (ROA), kebijakan hutang (*Debt*), dan peluang pertumbuhan (*Growth*). Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka simpulan yang didapat dijelaskan sebagai berikut: 1) Kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (ROA); 2) Peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (ROA); 3) Peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) berpengaruh negatif terhadap hutang (*Debt*) perusahaan; 4) Kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh negatif terhadap hutang (*Debt*) perusahaan; 5) Kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan berpengaruh negatif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*); 6) Kinerja perusahaan (ROA) berpengaruh positif terhadap peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*); dan 7) Terdapat hubungan simultan antara kinerja perusahaan (ROA), kebijakan hutang (*Debt*) perusahaan dan Peluang Pertumbuhan (*Growth Opportunity*).

Hasil penelitian menyatakan bahwa menerima hipotesis pertama yang menjelaskan adanya pengaruh negatif dari kebijakan hutang (*debt*) terhadap kinerja perusahaan (ROA). Serta menerima hipotesis keempat yang menyatakan adanya pengaruh negatif dari ROA terhadap kebijakan hutang. Sehingga terdapat hubungan simultan (timbal balik) antara ROA dan DEBT. ROA terlihat dari laba yang didapat perusahaan, jika laba yang didapat tinggi maka dapat dikatakan penggunaan aset telah optimal dalam memperoleh laba. Jika ROA naik maka mengindikasikan bahwa pengelolaan aset sudah optimal sehingga laba yang dihasilkan juga optimal. Penggunaan hutang akan meningkatkan profitabilitas hanya pada titik tertentu. Setelah titik tersebut penggunaan hutang justru akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sejalan dengan kenaikan biaya *financial*

distress dan *agency problem*. Semakin banyak hutang maka semakin tinggi risiko kebangkrutan karena beban atas hutang yang ditanggung lebih besar dari profitabilitas yang diperoleh. Selain itu, tingginya utang akan mengakibatkan beban bunga yang semakin tinggi pula sehingga tingkat risiko kebangkrutan juga semakin tinggi jika perusahaan tidak dapat membayar.

Hasil penelitian menyatakan bahwa menerima hipotesis kedua dan keenam adanya hubungan signifikan secara positif antara (*Growth Opportunity*) dan kinerja perusahaan (ROA). Sehingga antara *Growth Opportunity* dan ROA memiliki hubungan simultan (timbal balik). *Growth Opportunity* menunjukkan bagaimana kepercayaan pasar akan prospek perusahaan tersebut. Hal ini berarti apabila semakin besar peluang pertumbuhan maka profitabilitas perusahaan juga semakin besar. Karena perusahaan yang telah memiliki *growth opportunity* yang tinggi cenderung berusaha meningkatkan kinerjanya. Hasil ini sejalan dengan penelitian milik Kadek (2011).

ROA merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur keuntungan bersih yang diperoleh dari pengelolaan aktiva. Jadi, apabila semakin tinggi rasio maka produktivitas aset dalam menghasilkan profit semakin tinggi pula. Hal ini memberikan daya tarik bagi calon investor di bursa karena hal ini mengindikasikan tingkat pengembalian yang semakin besar. Sehingga berpengaruh terhadap peluang pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2015) serta Agustina dan Noviri (2013).

Hasil dari penelitian menyatakan bahwa menerima hipotesis ketiga dan kelima yang menyatakan adanya hubungan signifikan secara negatif antara peluang pertumbuhan (*Growth Opportunity*) dan hutang (*Debt*) perusahaan. Sehingga antara *Growth Opportunity* dan DEBT memiliki hubungan simultan (timbal balik). Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi dikarenakan harga buku saham dan harga pasar saham memiliki perbandingan yang tinggi, hanya memerlukan pembiayaan eksternal yang lebih sedikit pula. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Hidayat (2013) yang menyatakan bahwa jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal.

Apabila hutang yang dimiliki oleh perusahaan tinggi, maka hal ini akan menurunkan peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki jumlah hutang yang tinggi, hal ini berarti perusahaan tersebut memiliki risiko bisnis yang tinggi pula. Risiko yang tinggi ini termasuk kewajiban untuk membayar biaya bunga dari hutang tersebut. Biaya yang tinggi tersebut dapat mempengaruhi kinerja perusahaan yang nantinya akan mempengaruhi peluang perusahaan untuk melakukan pertumbuhan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Ady dan Mulyaningtyas (2017) yang menghasilkan kesimpulan bahwa Indonesia berada dalam *weak-form market* yang artinya didalam area *imperfect market*, maka kondisi keuangan perusahaan (termasuk kebijakan hutang perusahaan) menjadi relevan dalam peluang pertumbuhan perusahaan.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dan pembahasan yang telah dijelaskan, saran yang dapat diajukan penulis untuk penelitian selanjutnya: 1) Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk dapat mengembangkan dan memperbaiki penelitian ini dengan memperpanjang atau memperbarui sampel penelitian dan periode pengamatan; 2) Penelitian lebih lanjut diharapkan dapat menaikkan nilai *adjusted R square*-nya misalnya dengan menambah variabel eksogen atau menggunakan variabel lain di luar penelitian ini; 3) Penelitian selanjutnya agar dapat meneliti faktor-faktor yang belum berpengaruh secara signifikan, seperti kepemilikan asing pada persamaan ROA, kepemilikan institusional pada persamaan ROA dan GROWTH, kepemilikan SIZE dan *current asset* pada persamaan ROA.

DAFTAR PUSTAKA

- Ady, S. U. dan A. Mulyaningtyas. 2017. Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia (Studi Kasus di Bursa Efek Indonesia). *Ekspektra: Jurnal Bisnis dan Manajemen* 1(2): 103-123.
- Afriyanti, M. 2011. Analisis Pengaruh Current Ratio, Total Asset Turnover, Debt To Equity Ratio, Sales, dan Size terhadap ROA. *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi, Universitas Diponegoro. Semarang.
- Agustina, L. dan S. Noviri. 2013. Pengaruh Return On Asset (ROA) , Earning Per Share (EPS), dan Tingkat Suku Bunga SBI terhadap Harga Saham: Studi Pada Indeks LQ45 Tahun 2010. *Jurnal Akuntansi* 5(1): 72-90.
- Aji, I. T. 2016. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Return On Asset dan TOBINS'Q Perusahaan Keluarga di Indonesia (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEI). *Skripsi*. Program Studi S1 Manajemen Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Andrianto, B. 2013. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Basic Industry and Chemical di BEI. *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi Universitas Diponegoro. Semarang.
- Barus, A. C. dan Leliani. 2013. Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi profitabilitas pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil* 3(2): 111-121.
- Bimantoro, F. dan M. Adriana. 2016. Pengaruh Penanaman Modal Asing Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Media Ekonomi* 24(1): 63-78.
- Chinamerem, O. C. dan O. Anthony. 2012. Impact Of Capital Structure on the Financial Performance of Nigerian Firms. *Arabian of Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter)* 1(12): 43-61.
- Cortez, M. A. dan S. Susanto. 2012. The Determinants Of Corporate Capital Structure: Evidence From Japanese Manufacturing Companies. *Journal of International Business Research* 10(3): 121-134.
- Damayanti, N. P. W. P. D. dan I. W. Suartana. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi* 9(3): 575-590.
- Dawar, V. 2014. Agency Theory, Capital Structure, and Firm Performance: some Indian Evidence. *Managerial Finance* 40(12): 1190-1206.
- Duc, N. P. dan T. P. T. Hoang. 2013. Corporate Ownership and Firm Performance in Emerging Market: A Study of Vietnamese Listed Firms. *Proceeding of Word Business and Social Science Research Conference*. 24-25 Oktober. Bangkok.
- Fahmi, I. 2011. *Analisis Kinerja Keuangan*. Alfabeta. Jakarta.
- Fachrudin, K. A. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 13(1): 37-46.
- Fernando, A. 2017. Pengaruh Struktur Kepemilikan Managerial, Institusional, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur Sektor Kimia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Online Mahasiswa Fakultas Ilmu Sosial dan Politik* 4(2): 1-9.
- Herdiyanto, W. S. dan Darsono. 2015. Pengaruh Struktur Utang Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2011-2013). *Diponegoro Journal of Accounting* 4(3): 1-10.
- Hermanto, W. 2015. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Leverage terhadap Manajemen Laba (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2010-2013) *Skripsi*. S1 Prodi Akuntansi Universitas Muhammadiyah Surakarta. Surakarta.

- Hermuningsih, S. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Edisi Oktober.
- Hidayat, M. S. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu Manajemen* 1(1): 12-25.
- Kadek, D. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Studi Pasca Sarjana Akuntansi Universitas Udayana. Denpasar.
- Kamaruddin, M. F. dan N. H. A. Razak. 2012. Government Ownership, Corporate Governance, Leverage, and Performance: An Analysis Of Malaysian and Singaporean Listed Firms. *Conference on Accounting*. 2nd International Conference on Accounting, Business and Economics (ICABEC 2012). 10-11 November. Kuantan Pahang.
- Karimah, N. 2015. Pengaruh Arus Kas, Ukuran Perusahaan, Laba Akuntansi, dan Nilai Buku Terhadap Harga Saham di BEI (Studi Empiris pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Listing di BEI tahun 2009-2013). *Journal of Accounting* 1(1): 1-23.
- Loderer, C., R. Stulz, dan U. Waelchli. 2017. Firm Rigidities and the Decline in Growth Opportunities. *Management Science* 63(9): 1-20.
- Lopez-Espin, J. J., A. M. Vidal, dan D. Giménez. 2012. Two-stage least squares and indirect least squares algorithms for simultaneous equations models. *Journal of Computational and Applied Mathematics* 236(15): 3676-3684.
- Mauluda, F. R. dan L. Herlambang. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Dividen Terhadap Rasio Hutang dan Harga Saham Perusahaan yang Terdaftar di JII Periode 2010-2014. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* 3(11): 928-944.
- Mentari, R.I. 2015. Dampak ROE, NPM, CSR, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Harga Saham Perusahaan yang Tercantum Dalam Indeks LQ45 BEI Periode 2010-2012. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Universitas Dian Nuswantoro. Semarang.
- Murtiningtyas. 2012. Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instusional, Profitabilitas, Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal* 1(2): 1-16.
- Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39(3): 575-592.
- Nursatyani, A., S. Wahyudi., dan M. Syaichu. 2014. Analisis Pengaruh Current Ratio, Firm Size, dan Assets Tangibility terhadap Return On Asset dengan Debt To Asset sebagai Variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar di BEI 2008-2011). *Jurnal Bisnis Strategi* 23(2): 97-127.
- Prabowo, S. C. B. dan U. Salim. 2013. Pengaruh Kepemilikan Instusional, Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen, dan Volatilitas Harga Saham (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Aplikasi Manajemen* 11(3): 417-426.
- Ratnawati, D. 2017. Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan dan Tingkat Inflasi Terhadap Harga Saham dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014). *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi Universitas Muria Kudus. Kudus.
- Rosyadah, F., Surhadak, dan Darminto. 2013. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas (Studi Perusahaan Real Estate and Property Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2009-2011). *Jurnal Administrasi Bisnis* 2(3): 1-11.
- Salawu, O. R., T. O. Asaolu, dan D. O. Yinusa. 2012. Financial Policy and Corporate Performance: An Emprical Analysis of Nigerian Listed Companies. *International Journal of Economics and Finance* 4(4): 175-181.
- Sarjana., I. M., K. B. Susrusa, dan D. P. Darmawan. 2013. Analisis Kinerja Keuangan pada Koperasi Serba Usaha di Kabupaten Buleleng. *Jurnal Maajemen Agribisnis* 1(2): 16-22.

- Setiana, E. dan D. Rahayu. 2012. Analisis Pegaaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Pada Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di BEI tahun 2008-2010. *Jurnal Telaah Akuntansi* 13(1): 33-50.
- Setiawan, A. R. 2015. Analisis Pengaruh Return On Asset (ROA), Return On Equity (ROE), dan Net Profit Margin (NPM) Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Hotel dan Travel yang terdaftar di BEI. *Skripsi*. Program Studi S1 Akuntansi Universitas Muhammadiyah Surakarta. Sukoharjo.
- Subing, F. H. 2017. Pengaruh Kepemilikan Asing, Kepemilikan Domestik, Ukuran Perusahaan, Kebijakan Hutang, dan Rasio Perputaran Saham Terhadap Tingkat Pengembalian Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2016). *Skripsi*. Program Studi Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis. Universitas Lampung. Bandar Lampung.
- Sugiono, L. P. dan Y. J. Christiawan. 2013. Analisa Faktor yang Mempengaruhi Likuiditas pada Industri Ritel yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2012. *Jurnal Business Accounting Review* 1(2): 298-305.
- Sukirni, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal* 1(2): 1-12.
- Sumatri, A. D. 2012. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Profitabilitas. *Skripsi*. S1 Prodi Akuntansi Universitas Diponegoro. Semarang.
- Viandita, T. O., Suhadak, dan A. Husaini. 2013. Pengaruh Debt Ratio (DR), Price to Earning Ratio (PER), Earning Per Share (EPS), dan Size Terhadap Harga Saham. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* 1(2): 113-121.
- Winarno, W. W. 2015. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews Edisi 4*. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Wiranata, Y. A. dan Y. W. Nugrahanti. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 15(1): 15-26.
- Yusof, R. 2011. Perkembangan Industri Nasional dan Peran Penanaman Modal Asing (PMA). *Jurnal Ekonomi & Pendidikan* 8(1): 71-87.