



PENGARUH *LEVERAGE*, *DEBT MATURITY*, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN *CASH HOLDINGS* TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI tahun 2017)

Aditya Damarjati, Fuad¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The aims of this research are to determine about (1) the effect of leverage on firm's financial performance, (2) the effect of debt maturity on firm's financial performance, (3) the effect of dividend policy on firm's financial performance, and (4) the effect of cash holdings on firm's financial performance. The data of this research is taken from manufacturing industries on Indonesian Stock Exchange (BEI) 2017. This research uses purposive sampling method. With this method, 60 firms are considered as sampel. This research use multiple regresion analysis with Eviews 8.

The results of this research are (1) leverage has no effect on firm's financial performance, (2) debt maturity has significant positive effect on firm's financial performance, (3) dividend policy has no effect on firm's financial performance, and (4) cash holdings has no effect on firm's financial performance.

Keywords: agency theory, firm's financial performance, manufacturing sector, BEI.

PENDAHULUAN

. Teori keagenan telah banyak digunakan dalam penelitian di berbagai bidang diantaranya akuntansi, ekonomi, keuangan, pemasaran, ilmu politik, perilaku organisasi dan sosiologi (Eisenhardt, 1989). Teori keagenan membahas tentang permasalahan yang timbul dalam perusahaan sebagai akibat dari adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan pengendalian (Panda dan Leepsa, 2017). Ketika pemegang saham mendelegasikan wewenang pada manajer untuk mengelola perusahaan maka interaksi kedua pihak ini dikatakan sebagai *agency relationship* dengan pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer menerima peran sebagai agen. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan antara manajer dan pemegang saham merupakan sebuah *pure agency relationship* di mana pemegang saham akan bertindak sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen.

Sebagai agen dari pemegang saham, manajer diharapkan benar-benar bekerja untuk kepentingan pemegang saham namun Jensen dan Meckling (1976) memiliki pandangan yang berbeda. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa manajer tidak selalu mengutamakan kepentingan pemegang saham. Menurut Watson dan Head (2007) ketidaksesuaian antara tindakan agen dengan kepentingan prinsipal merupakan *agency problem*. Jensen dan Smith (1985) menyatakan bahwa *agency problem* antara manajer dan pemegang saham terutama disebabkan karena perbedaan kepentingan atau *conflict of interest* di antara keduanya. Manifestasi *agency problem* terlihat pada keputusan investasi dan pendanaan yang dibuat oleh manajer (Watson dan Head, 2007). Jensen (1986, 1987) menyatakan bahwa manajer memiliki kecenderungan melakukan *overinvestment* yaitu investasi melebihi jumlah yang seharusnya untuk memperbesar ukuran perusahaan demi meningkatkan kompensasinya. Pada keputusan pendanaan manajer akan cenderung menghindari penggunaan utang untuk memperkecil potensi kebangkrutan walaupun di sisi lain utang memiliki *cost* yang lebih tinggi dari ekuitas (Watson dan Head, 2007).

¹ Corresponding author



Menurut pandangan Jensen (1986) potensi *agency problem* antara manajer dan pemegang saham akan meningkat manakala perusahaan memiliki *free cash flow* dalam jumlah besar. *Free cash flow* merupakan kas yang berasal dari sisa pembiayaan kegiatan investasi perusahaan. *Free cash flow* dalam jumlah besar rentan disalahgunakan oleh manajer untuk kepentingan pribadi ataupun membiayai investasi-investasi yang sebenarnya tidak mendatangkan manfaat bagi perusahaan sehingga perlu dilakukan upaya-upaya untuk menurunkan *free cash flow* perusahaan.

Utang merupakan salah satu alternatif yang bisa dipergunakan untuk menurunkan *free cash flow*. Pengurangan jumlah *free cash flow* melalui utang terjadi manakala perusahaan melakukan pembayaran pokok dan bunga utang. Dengan melakukan utang, potensi kebangkrutan akan meningkat namun hal ini justru mendatangkan manfaat bagi pemegang saham karena akan memacu manajer bekerja lebih efisien. Grossman dan Hart (1982) menyatakan bahwa potensi kebangkrutan yang ditimbulkan utang akan mendisiplinkan manajer karena akan memacu manajer untuk lebih memaksimalkan keuntungan perusahaan, dengan demikian penggunaan utang dalam struktur modal akan mengurangi *incentive problem* atau tidak sesuaiya tujuan manajer dan pemegang saham. Di sisi lain penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan sehingga mendatangkan manfaat bagi manajer.

Pendanaan melalui utang tidak selalu memberikan dampak positif, Jensen (1986) memberikan catatan bahwa dampak positif utang hanya akan optimal pada perusahaan dengan *free cash flow* besar namun memiliki tingkat pertumbuhan rendah. Dalam penelitian La Rocca, dkk (2008) disebutkan bahwa naiknya utang akan menyebabkan penurunan investasi perusahaan atau *underinvestment problem*. *Underinvestment problem* selanjutnya akan diikuti dengan penurunan nilai perusahaan maupun kinerja keuangan perusahaan. Menurut Myers (1977) *underinvestment problem* dapat diatasi dengan memperpendek maturitas utang.

Agency problem dapat pula diminimalkan melalui kebijakan dividen dan penurunan *cash holdings*. Seperti halnya utang, dividen juga akan mengurangi *free cash flow* perusahaan saat dividen dibayarkan perusahaan pada pemegang saham. *Cash holdings* merupakan uang tunai yang dimiliki dan siap dipergunakan untuk membiayai investasi maupun dibagikan pada pemegang saham (Gill dan Shah, 2012). Menurut teori keagenan *cash holdings* diprediksi akan berhubungan negatif dengan kinerja keuangan perusahaan karena sebagaimana *free cash flow*, *cash holdings* dalam jumlah besar rentan disalahgunakan manajer untuk kepentingan-kepentingan pribadi atau membiayai investasi yang tidak memberikan keuntungan pada perusahaan atau pemegang saham.

Dengan adanya ketidak konsistenan hasil di antara penelitian-penelitian terdahulu maupun ketidak konsistenan hasil penelitian terdahulu dengan pandangan teori keagenan serta kondisi di Indonesia yang mana konflik keagenan didominasi konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas (Lukviarman, 2001) maka variabel-variabel yang berhubungan dengan *agency problem* yaitu *leverage*, *debt maturity*, kebijakan dividen, serta *cash holdings* perlu diteliti kembali pengaruhnya pada kinerja keuangan perusahaan. Penelitian ini memiliki kesamaan dengan penelitian-penelitian sebelumnya karena variabel dependen dan independen dalam penelitian ini diambil dari penelitian-penelitian sebelumnya. Pengaruh *debt maturity* yang tidak secara spesifik diteliti oleh penelitian-penelitian sebelumnya merupakan perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan sektor manufaktur dipilih karena relevansinya dengan penelitian di mana data-data yang dibutuhkan dalam penelitian ini tersedia pada sektor tersebut.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Dalam teori keagenan perusahaan dipandang sebagai *nexus of contract*. Perusahaan merupakan istilah untuk menyebut serangkaian hubungan yang didasarkan pada suatu kontrak baik eksplisit ataupun implisit di antara para penyedia input bagi proses produksi. Suatu hubungan kontraktual antara dua pihak akan dikatakan sebagai *agency relationship* atau hubungan keagenan apabila pihak yang satu menugaskan pihak yang lain untuk melakukan suatu pekerjaan tertentu dengan diikuti pendelegasian wewenang untuk membuat keputusan. Pihak yang memberi tugas selanjutnya disebut prinsipal dan yang ditugasi disebut agen.

Dalam hubungan keagenan baik agen maupun prinsipal merupakan aktor yang berusaha memaksimalkan keuntungannya atau *utility maximizer*. Wright, dkk (2001) berpendapat bahwa teori keagenan juga dibangun diatas asumsi eksplisit tentang perilaku agen yaitu oportunistik dan *risk averse*. Oportunistik adalah sifat mengejar keuntungan pribadi dengan mempergunakan segala cara yang belum tentu dapat dibenarkan. Dengan adanya asumsi perilaku oportunistik, teori keagenan memprediksi bahwa agen akan menyembunyikan kebenaran, menipu, atau melakukan kecurangan demi memaksimalkan keuntungan pribadinya. Antara agen dan prinsipal juga diasumsikan memiliki predisposisi risiko yang berbeda di mana prinsipal cenderung *risk neutral* atau bersikap netral terhadap risiko karena dapat melakukan diversifikasi saham sedangkan agen cenderung *risk averse* atau menghindari risiko karena pendapatan dan pekerjaannya hanya terikat pada satu perusahaan saja.

Tema sentral dalam teori keagenan adalah *agency problem* yaitu situasi ketika agen tidak bekerja sepenuhnya untuk kepentingan prinsipal. Jensen dan Smith (1985) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan atau *conflict of interest* antara prinsipal dan agen merupakan penyebab dari *agency problem* sedangkan menurut Gundono (2016) *agency problem* atau *principal agent problem* terjadi akibat asimetri informasi dan perbedaan kepentingan. Secara lebih luas Watson dan Head (2007) menyatakan bahwa ada tiga hal yang mendorong terjadinya *agency problem* yaitu pemisahan fungsi kepemilikan dan pengendalian, perbedaan tujuan serta adanya asimetri informasi. Menurut pandangan Jensen (1986) potensi *agency problem* antara manajer dan pemegang saham akan meningkat manakala perusahaan memiliki *free cash flow* dalam jumlah besar sehingga perlu dilakukan upaya-upaya untuk menurunkan *free cash flow* perusahaan.

Pengaruh Leverage terhadap Kinerja Keuangan

Leverage menunjukkan seberapa besar proporsi penggunaan utang oleh perusahaan. *Leverage* akan mengurangi *free cash flow* perusahaan sehingga diharapkan dapat menurunkan konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Pengurangan jumlah *free cash flow* terjadi manakala perusahaan melakukan pembayaran pokok dan bunga utang. Meningkatnya *leverage* akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan namun Grossman dan Hart (1982) menyatakan bahwa potensi kebangkrutan yang ditimbulkan utang akan mendisiplinkan manajer karena akan memacu manajer untuk lebih efisien dan memaksimalkan keuntungan perusahaan agar perusahaan tetap mampu melakukan pembayaran pokok dan bunga utang.

Berkurangnya potensi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham serta meningkatnya efektifitas dan efisiensi kinerja manajer yang disebabkan karena naiknya potensi kebangkrutan akan meningkatkan kinerja perusahaan khususnya kinerja keuangan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Tapanjeh (2006) yang menyimpulkan adanya hubungan positif dan signifikan antara rasio utang dan profitabilitas. Dari uraian tersebut maka hipotesis penelitian yang disusun adalah sebagai berikut :

H1 : *leverage* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Pengaruh Debt Maturity terhadap Kinerja Keuangan

Seperti diuraikan sebelumnya bahwa penggunaan utang atau *leverage* bertujuan untuk mengurangi *free cash flow* perusahaan yang diharapkan akan menurunkan potensi konflik antara manajer dan pemegang saham namun di saat bersamaan *leverage* akan meningkatkan kemungkinan terjadinya *underinvestment*. *Underinvestment* merupakan penurunan investasi perusahaan akibat tidak mampunya perusahaan memanfaatkan semua peluang investasi dengan *return* positif. Hanya investasi dengan *net present value* melebihi nilai nominal utang yang dapat dimanfaatkan perusahaan sebab *return* dari suatu investasi pertama-tama akan dipergunakan untuk memenuhi kewajiban perusahaan pada kreditor. Turunnya investasi perusahaan akan berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan karena akan menurunkan profitabilitas perusahaan.

Myers (1977) menyatakan bahwa *underinvestment problem* dapat diatasi dengan memperpendek maturitas utang mendahului realisasi *return* investasi sehingga ketika *return* investasi terrealisasi perusahaan akan menikmatinya secara utuh tanpa harus dikurangi hak kreditor. namun Diamond (1991) berpendapat bahwa maturitas yang pendek akan meningkatkan risiko likuiditas atau *liquidity risk* bagi debitur. Pendeknya jatuh tempo

utang akan meningkatkan kemungkinan debitur mengalami gagal bayar akibat tidak cukupnya jumlah kas yang dimiliki saat utang jatuh tempo (Urbano, 2011).

Hasil penelitian Dawar (2014) menemukan adanya hubungan negatif antara utang jangka pendek dengan profitabilitas perusahaan, hal ini merupakan indikasi bahwa risiko likuiditas yang ditimbulkan oleh maturitas utang yang pendek lebih besar dari manfaatnya dalam mengatasi *underinvestment problem* dan konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Oleh karenanya, manajer akan menghindari penggunaan utang dengan maturitas pendek untuk memperkecil risiko likuiditas perusahaan agar kelangsungan hidup perusahaan di masa mendatang lebih terjamin dan perusahaan tetap mampu menjalankan kegiatan operasionalnya dengan baik pada masa sekarang. Merujuk pada penelitian Gomariz dan Ballesta (2013) yang memaknai *debt maturity* sebagai komposisi utang jangka pendek pada total utang yang dimiliki perusahaan maka hipotesis yang disusun adalah sebagai berikut :

H2 : *debt maturity* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan

Dividen merupakan sebagian laba perusahaan yang menjadi hak dari pemegang saham. Perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk membagikan laba yang diperolehnya pada pemegang saham di akhir periode beserta berapa alokasinya atau akan menginvestasikan kembali laba tersebut di perusahaan sebagai laba ditahan untuk membiayai kegiatan perusahaan di kemudian hari. Pembagian dividen pada pemegang saham akan mengurangi *free cash flow* perusahaan yang berpotensi disalahgunakan untuk kepentingan manajer sehingga potensi *agency problem* antara manajer dan pemegang saham akan menurun. Dengan menurunnya kas perusahaan, manajer diharuskan lebih efektif dan efisien dalam mempergunakan kas perusahaan agar dengan jumlah kas yang tidak besar perusahaan tetap mampu melaksanakan kegiatan operasionalnya sehari-hari. Dengan kinerja manajer yang lebih efektif dan efisien maka kinerja perusahaan secara keseluruhan khususnya kinerja keuangan juga akan meningkat dan dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan.

Pengaruh Cash Holdings terhadap Kinerja Keuangan

Cash holdings merupakan uang tunai yang dimiliki dan siap dipergunakan sewaktu-waktu oleh perusahaan untuk membiayai investasi maupun dibagikan pada pemegang saham (Gill dan Shah, 2012). Melalui pengurangan *cash holdings* yang juga akan mengurangi *free cash flow* potensi konflik antara manajer dan pemegang saham akan menurun sebab manajer akan terdorong untuk meningkatkan kinerjanya menjadi lebih efektif dan efisien khususnya dalam mengelola kas yang dimiliki perusahaan. Jumlah kas perusahaan yang tidak berlebihan akan mendorong manajer bekerja lebih efektif dengan hanya membiayai pengeluaran-pengeluaran yang benar-benar dibutuhkan perusahaan dan juga lebih efisien dengan tidak mengeluarkan kas secara berlebihan supaya kebutuhan perusahaan tetap mampu tercukupi dengan jumlah kas yang dimiliki. Peningkatan efektifitas dan efisiensi kinerja manajer akan berdampak positif pada kinerja perusahaan secara keseluruhan khususnya kinerja keuangan. Dengan demikian disusun hipotesis sebagai berikut :

H4 : *cash holdings* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel *leverage* diperoleh dari hasil pembagian total liabilitas dengan total aset perusahaan pada waktu tertentu. *Debt maturity* merupakan rasio yang dihitung dengan membagi jumlah utang jangka pendek dengan total utang perusahaan dalam kurun waktu tertentu. Perhitungan rasio *debt maturity* (DM) dalam penelitian ini mengikuti penelitian Gomariz dan Ballesta (2013). Dalam penelitian ini kebijakan dividen (DPR) dianalisis mempergunakan *dividen payout ratio* sebagai proksi yang merupakan hasil pembagian antara *dividend per share* dengan

earnings per share suatu perusahaan di waktu tertentu. Variabel *cash holding* diperoleh dari hasil pembagian antara jumlah kas dan setara kas dengan total aset perusahaan dalam waktu tertentu.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan yang disimbolkan dengan ROA. Kinerja keuangan yang diproksikan dengan profitabilitas dianalisis menggunakan *accounting based ratio* yaitu *return on asset*. ROA memperlihatkan jumlah laba yang dihasilkan oleh keseluruhan aset yang dikelola perusahaan. ROA merupakan hasil pembagian antara total laba bersih setelah pajak dengan total aset yang dimiliki perusahaan dalam waktu tertentu.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di BEI sampai dengan tahun dilakukannya penelitian yaitu tahun 2017. Perusahaan manufaktur dipilih sebagai objek penelitian karena relevansinya dengan variabel-variabel dalam penelitian ini serta semua data-data yang diperlukan dapat ditemukan pada sektor tersebut. Desain atau tehnik pengambilan sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah *non-probability* dengan metode *purposive sampling* di mana pemilihan sampel didasarkan atas kriteria tertentu agar penelitian dapat lebih fokus dan mendalam (Ritchie dan Lewis, 2003). Dalam penelitian ini perusahaan-perusahaan yang akan dianalisis harus memenuhi kriteria atau *frame* sebagai berikut :

- Memiliki data-data yang lengkap sesuai yang dibutuhkan dalam penelitian ini yaitu kas dan setara kas, liabilitas jangka pendek, total liabilitas, laba bersih setelah pajak, total aset, *dividend per share*, dan *earnings per share*.
- Semua data-data pada poin (a) harus memiliki nilai positif dan dinyatakan dalam satuan mata uang Rupiah serta merupakan data pada akhir tahun yaitu 31 Desember. Hal ini bertujuan untuk memudahkan analisis dan interpretasi.

Berkaitan dengan ukuran sampel, Roscoe sebagaimana dikutip oleh Sugiyono (2018) berpendapat bahwa ukuran sampel yang layak dalam penelitian hendaknya berada pada kisaran 30 sampai dengan 500 *sample unit*. Pada penelitian dengan analisis *multivariate*, ukuran sampel minimal adalah 10 kali dari jumlah variabel yang diteliti sehingga dalam penelitian ini setidaknya harus ada 50 *sample unit* sebab terdapat satu variabel dependen dan empat variabel independen yang dianalisis.

Metode Analisis

Uji asumsi klasik perlu dijalankan sebelum melakukan pengujian hipotesis untuk memastikan apakah model yang digunakan telah layak dan dapat memberikan hasil yang akurat. Suatu model akan dianggap layak dan akurat manakala tidak ditemukan masalah autokorelasi, heteroskedastisitas, multikolinearitas, maupun normalitas (Kuncoro, 2011).

Pengujian hipotesis dilakukan dengan analisis regresi linear berganda. Analisis regresi linear berganda bertujuan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen pada satu variabel dependen (Ghozali dan Ratmono, 2013). Adapun model persamaan regresi untuk menganalisis hubungan antara variabel dependen dan independen adalah sebagai berikut :

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 LEV + \beta_2 DM + \beta_3 DPR + \beta_4 CSHD + \mu$$

Keterangan :

ROA : kinerja keuangan perusahaan yang diproksikan dengan profitabilitas.

LEV : rasio utang atau *leverage*

DM : *debt maturity*

DPR : *dividend payout ratio*

CSHD : *cash holdings*

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: konstanta

1, 2, 3, 4 : koefisien regresi

μ : *residual error*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Selama tahun 2017, jumlah perusahaan sektor manufaktur yang teramati sebanyak 150 perusahaan dengan jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria *sampling* sebanyak 60 perusahaan. Dari 150 perusahaan terdapat 2 perusahaan yang delisting serta sebanyak 88 perusahaan tidak melakukan pembayaran dividen sehingga sampel yang dianalisis sebanyak 60 perusahaan.

Deskripsi Variabel

Tabel 1
Statistik Deskriptif Untuk Variabel Independen dan Dependen

	LEV	DM	DPR	CHSD	ROA
Mean	0.411320	0.691789	0.581524	0.123402	0.091033
Median	0.431912	0.753389	0.286117	0.083780	0.064696
Maximum	0.807312	0.972056	4.995851	0.549898	0.431698
Minimum	0.076894	0.200513	0.018855	0.002051	0.003072
Std. Dev.	0.175671	0.222166	0.912778	0.117853	0.083993
Skewness	-0.034071	-0.688335	3.507286	1.477366	2.130343
Kurtosis	2.216630	2.371222	15.30543	4.905842	8.200294
Observations	60	60	60	60	60

Sumber : Output Eviews 8 (2018).

Tabel 1 memperlihatkan jumlah observasi pada penelitian ini sebanyak 60 observasi selama kurun waktu pengamatan yaitu tahun 2017. Variabel LEV menunjukkan nilai rata-rata atau *mean* sebesar 0.411320 dengan nilai terendah sebesar 0.076894 dan tertinggi sebesar 0.807312. Standar deviasi sebesar 0.175671 dengan *skewness* dan *kurtosis* sebesar -0.034071 dan 2.216630. Untuk variabel DM nilai *mean*, median, maksimum, minimum, standar deviasi, *skewness*, dan *kurtosis* masing masing sebesar 0.691789, 0.753389, 0.972056, 0.200513, 0.222166, -0.688335, dan 2.371222. Variabel DPR memiliki nilai *mean* sebesar 0.581524, median 0.286117, maksimum 4.995851, minimum 0.018855, standar deviasi 0.912778, *skewness* dan *kurtosis* masing masing sebesar 3.507286 dan 15.30543.

Variabel CHSD memiliki nilai *mean*, median, maksimum, minimum, standar deviasi, *skewness*, dan *kurtosis* masing masing sebesar 0.123402, 0.083780, 0.549898, 0.002051, 0.117853, 1.477366, 4.905842. Variabel ROA dengan nilai maksimum sebesar 0.431698, Nilai minimumnya sebesar 0.003072. Nilai *mean* sebesar 0.091033, median 0.064696, standar deviasi 0.083993, *skewness* 2.130343, dan *kurtosis* sebesar 8.200294.

Pembahasan Hasil Penelitian

Setelah dilakukan uji asumsi klasik, diketahui model mengalami masalah normalitas dan heteroskedastisitas. Masalah normalitas dapat diabaikan sebab penekanan uji asumsi klasik sebaiknya dilakukan pada uji heterokedastisitas dan autokorelasi yang dapat mengakibatkan tidak validnya kesimpulan statistik (Ghozali dan Ratmono, 2013). Untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas maka dilakukan upaya koreksi dengan *White Robust Standard Error*. Setelah dilakukan metode tersebut maka output yang dihasilkan adalah sebagai berikut :

Tabel 2
Output White Robust Standard Error

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.011842	0.073045	-0.162113	0.8718
LEV	0.006133	0.099156	0.061855	0.9509
DM	0.109015	0.050869	2.143048	0.0365
DPR	0.006613	0.012894	0.512862	0.6101
CSHD	0.170915	0.089954	1.900026	0.0627
R-squared	0.153386	Mean dependent var		0.091033
Adjusted R-squared	0.091814	S.D. dependent var		0.083993
S.E. of regression	0.080044	Akaike info criterion		-2.132813
Sum squared resid	0.352391	Schwarz criterion		-1.958285
Log likelihood	68.98440	Hannan-Quinn criter.		-2.064546
F-statistic	2.491171	Durbin-Watson stat		1.921708
Prob(F-statistic)	0.053563	Wald F-statistic		6.010706
Prob(Wald F-statistic)	0.000437			

Sumber : output Eviews 8 (2018)

Koefisien Determinasi

Tampilan output pada tabel 2 menunjukkan adjusted R² sebesar 0.091814 yang berarti 9,18% variasi ROA mampu dijelaskan oleh variabel independen yang ada yaitu LEV, DM, DPR dan CHSD sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar model. Nilai *standard error of estimate* sebesar 0.080044. semakin kecil nilai *standard error of estimate* menunjukkan semakin tepatnya model dalam memprediksi variabel dependen.

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Berdasarkan tabel 2 diperoleh nilai F hitung sebesar 2.491171 dengan probabilitas (*Prob F-Statistic*) sebesar 0,05. Karena probabilitas tidak lebih dari 0,05 dapat disimpulkan semua variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji statistik t)

Uji statistik t digunakan untuk menentukan signifikansi tiap variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan tabel 2 diketahui bahwa LEV, DPR dan CHSD tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas dari ketiga variabel tersebut yang berada di atas 0,05. Hanya variabel DM dengan probabilitas tidak lebih dari 0,05. Bila dituliskan dalam bentuk persamaan matematis akan menjadi sebagai berikut :

$$ROA = -0.011842 + 0.006133 LEV + 0.109015 DM + 0.006613 DPR + 0.170915 CSHD$$

Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien regresi untuk LEV adalah 0.006133 atau bernilai positif namun tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 “leverage berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan” DITOLAK. Koefisien regresi untuk DM adalah 0.109015 dan memiliki nilai *probability* yang signifikan. Hal ini berarti H2 “debt maturity berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan” DITOLAK. Koefisien regresi untuk DPR sebesar 0.006613 namun tidak signifikan. Dengan demikian H3 “Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kinerja

keuangan” DITOLAK. Dari persamaan diketahui koefisien regresi untuk variabel CSHD sebesar 0.170915 dengan probabilitas yang tidak signifikan sehingga H4 “*cash holdings* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan” DITOLAK.

Pembahasan Mengenai Pengaruh *Leverage* (LEV) Pada Kinerja Keuangan Perusahaan (ROA)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *leverage* dan kinerja keuangan tidak memiliki hubungan sebagaimana terlihat dari nilai *probability* LEV yang tidak signifikan. LEV dengan koefisien regresi sebesar 0.006133 memiliki nilai *probability* sebesar 0.9509 yang jauh melampaui 0,05. Tidak signifikannya hubungan antara *leverage* (LEV) dan kinerja keuangan (ROA) merupakan ketidak konsistenan dengan pandangan teori keagenan yang memprediksi adanya hubungan antara *leverage* dan kinerja keuangan. Dalam teori keagenan *leverage* merupakan alternatif yang dapat menurunkan *free cash flow* perusahaan sehingga diharapkan dapat mendisiplinkan manajer yang kemudian akan berimbas pada peningkatan kinerja perusahaan. Penelitian ini juga memberikan hasil yang tidak konsisten dengan penelitian Tapanjeh (2006) di mana penelitian tersebut menyimpulkan adanya hubungan positif dan signifikan antara rasio utang dengan profitabilitas perusahaan. Tidak signifikannya hubungan antara *leverage* dan kinerja keuangan perusahaan menunjukkan bahwa kenaikan ataupun penurunan *leverage* tidak akan mempengaruhi kinerja perusahaan.

Leverage bertujuan menurunkan *free cash flow* perusahaan yang menjadi penyebab dari meningkatnya potensi konflik antara manajer dan pemegang saham. Menurunnya potensi konflik inilah yang selanjutnya diharapkan akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan melalui peningkatan efektifitas dan efisiensi kinerja manajer. Walaupun demikian Jensen (1986) memberikan catatan bahwa *leverage* tidak selalu memberikan efek positif, khususnya bagi perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang tinggi namun memiliki *free cash flow* yang rendah. Efek positif *leverage* hanya akan terjadi pada perusahaan dengan potensi pertumbuhan rendah atau *low growth prospects* namun mampu menghasilkan *free cash flow* dalam jumlah besar.

Pembahasan Mengenai Pengaruh *Debt Maturity* (DM) Pada Kinerja Keuangan Perusahaan (ROA)

Hasil pengujian hipotesis 2 mengenai hubungan antara *debt maturity* (DM) dan kinerja keuangan perusahaan menunjukkan koefisien bernilai positif dan signifikan sehingga hipotesis 2 ditolak. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Dawar (2014) yang memberikan kesimpulan bahwa *short term debt* (STD) berpengaruh negatif pada kinerja keuangan perusahaan. Di sisi lain hasil ini sesuai dengan pandangan Myers (1977) yang menyatakan bahwa memperpendek maturitas atau jatuh tempo utang akan mengatasi *underinvestment problem* yang selanjutnya akan berdampak pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Koefisien regresi untuk *debt maturity* (DM) sebesar 0.109015 dengan nilai *probability* sebesar 0.0365.

Dari hasil penelitian ini dapat dinyatakan bahwasanya memperpendek maturitas utang akan menurunkan *underinvestment problem*, sehingga perusahaan tetap mampu memanfaatkan seluruh peluang investasi yang dimilikinya tanpa terbatas oleh kewajiban memenuhi hak kreditor yang akan mengurangi *return* investasi. Ketika perusahaan mampu memanfaatkan semua peluang investasi dengan *return* positif maka kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Di lain pihak, hasil penelitian ini merupakan indikasi bahwa risiko likuiditas yang ditimbulkan oleh *debt maturity* lebih kecil dari manfaatnya sehingga memperpendek maturitas utang akan diikuti dengan peningkatan kinerja keuangan perusahaan.

Pembahasan Untuk Pengaruh Kebijakan Dividen (DPR) Pada Kinerja Keuangan Perusahaan (ROA)

Hasil pengujian hipotesis 3 mengenai pengaruh kebijakan dividen (DPR) pada kinerja keuangan perusahaan menunjukkan koefisien positif namun tidak signifikan sehingga membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi untuk DPR adalah 0.006613 dengan nilai *probability* yang tidak signifikan yaitu 0.6101, jauh berada di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan ataupun penurunan DPR tidak akan mempengaruhi ROA secara signifikan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan teori keagenan yang memprediksi bahwa kebijakan dividen akan mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham sebagai akibat dari pengurangan *free cash flow*. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian Amidu (2007) yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* mempengaruhi kinerja perusahaan secara negatif dan signifikan. Di sisi lain hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Velnampy, dkk (2014) yang menyimpulkan jika *dividend payout ratio* tidak mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan.

Sebagaimana leverage, kebijakan dividen bertujuan untuk mengurangi *free cash flow* perusahaan guna meminimalkan potensi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Seperti yang telah dinyatakan oleh Jensen (1986) bahwa pengurangan *free cash flow* tidak selalu memberikan efek positif, efek positif *leverage* hanya akan terjadi pada perusahaan dengan potensi pertumbuhan rendah atau *low growth prospects* namun mampu menghasilkan *free cash flow* dalam jumlah besar. Sedangkan bagi perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang tinggi namun memiliki *free cash flow* yang rendah efek pengurangan *free cash flow* yang akan meningkatkan kinerja manajer tidak akan terjadi.

Pembahasan Mengenai Pengaruh *Cash Holdings* (CHSD) Pada Kinerja Keuangan Perusahaan (ROA).

Setelah diuji, hipotesis 4 mengenai pengaruh *cash holdings* (CHSD) pada kinerja keuangan perusahaan (ROA) menghasilkan koefisien positif namun tidak signifikan. Koefisien regresi untuk variabel CHSD sebesar 0.170915 dengan nilai *probability* melampaui 0,05 yaitu sebesar 0.0627. Hal ini menunjukkan bahwa *cash holdings* tidak mempengaruhi kinerja keuangan sehingga kenaikan atau penurunan *cash holdings* tidak akan memberikan pengaruh pada kinerja keuangan perusahaan. Teori keagenan menyatakan jika *free cash flow* yang besar merupakan faktor pendorong terjadinya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham karena rawan untuk disalahgunakan manajer sehingga *free cash flow* harus diupayakan berada pada level rendah. Berdasarkan pandangan teori keagenan maka *cash holdings* seharusnya berpengaruh negatif pada kinerja keuangan perusahaan sebab mengurangi *cash holdings* akan menurunkan *free cash flow*. Seperti halnya *free cash flow*, *cash holdings* dalam jumlah besar rawan disalahgunakan untuk membiayai pengeluaran yang tidak efisien. Selain tidak konsisten dengan pandangan teori keagenan, hasil penelitian ini juga tidak sesuai dengan penelitian Vijayakumaraman dan Atchyuthan (2017) yang menyimpulkan adanya hubungan yang positif antara *cash holdings* dan kinerja perusahaan.

Berkurangnya *free cash flow* perusahaan diharapkan dapat meminimalkan potensi konflik antara manajer dan pemegang saham yang akan berdampak positif pada kinerja keuangan namun sebagaimana disampaikan oleh Jensen (1986) bahwa efek positif pengurangan *free cash flow* hanya terjadi pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah namun mampu menghasilkan *free cash flow* yang besar. Mengurangi *cash holdings* juga bertujuan menurunkan *free cash flow* sehingga efeknya juga tidak akan optimal pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi namun memiliki *free cash flow* yang rendah.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis maka dapat disimpulkan bahwa *leverage* (LEV), kebijakan dividen (DPR), dan *cash holdings* (CHSD) tidak mempengaruhi kinerja keuangan (ROA). Hal ini berarti kenaikan ataupun penurunan ketiga variabel tersebut tidak memberikan pengaruh pada kinerja keuangan. Variabel *debt maturity* (DM) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA). Hal ini berarti meningkatnya *debt maturity* akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan sehingga penulis mengajukan saran-saran yang diharapkan dapat dijadikan pertimbangan guna memperbaiki penelitian-penelitian di masa mendatang. Adapun keterbatasan beserta saran-saran tersebut diantaranya :

- a. Hasil penelitian memperlihatkan nilai *adjusted R square* yang rendah yaitu 0.091814 yang bermakna bahwa variasi pada variabel-variabel independen hanya mampu menjelaskan variasi variabel dependen sebesar 9,18% sedangkan 90,82% variasi pada variabel dependen dijelaskan



oleh sebab-sebab lain di luar model. Penelitian di masa mendatang diharapkan dapat memasukkan variabel-variabel yang lain, baik sebagai variabel independen maupun variabel kontrol ke dalam analisis untuk memperoleh nilai *adjusted R square* yang lebih tinggi agar kesimpulan yang diambil lebih akurat.

- b. Pada penelitian ini hanya perusahaan yang melakukan pembayaran dividen yang dimasukkan dalam analisis sebab kebijakan dividen diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR). Dari rincian perolehan sampel diketahui bahwa perusahaan yang tidak melakukan pembayaran dividen pada tahun 2017 jumlahnya lebih banyak dari yang melakukan pembayaran. Oleh sebab itu penelitian-penelitian di masa mendatang diharapkan dapat menganalisis perusahaan-perusahaan yang tidak melakukan pembayaran dividen atau menggunakan proksi yang berbeda untuk menganalisis kebijakan dividen agar perusahaan yang tidak melakukan pembayaran dividen tetap dapat diteliti. Penelitian mendatang dapat pula menyertakan data-data dari perusahaan-perusahaan di luar negeri sebagai pelengkap ataupun pembanding agar hasil analisis lebih akurat.

REFERENSI

- Aggarwal, Rajesh K., dan Andrew A. Samwick. 2002. Performance Incentives within Firms: The Effect of Managerial Responsibility. *Journal of finance*. Vol 58 issue 4.
- Amidu, Mohammed. 2007. Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach. *Baltic Journal Of Management* Volume 2, Issue 1.
- Amidu, Mohammed. dan Joshua Abor . 2006. Determinants of dividend payout ratios in Ghana . *The journal of risk finance*. Vol 7 No 2.
- Bainbridge, Stephen M. 2000. Abolishing Veil Piercing. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- Butler, Henry N. 1989. The Contractual Theory of The Firm. *George Mason University Law Review*. Vol. 11, No. 4, pp. 99-123
- Dawar, Varun. 2014. Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*. Volume 40, Issue 12.
- Diamond, Douglas W. 1991. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 106, No. 3, pp. 709-737.
- Edmans, Alex. 2014. Blockholders and Corporate Governance. *Annual Review of Financial Economics*. 6:23–50
- Eisenberg, Melvin A. 1998. The Conception That the Corporation Is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm. *Berkeley Law Scholarship Repository*.
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*. Vol. 14, No. 1.
- Ghozali, Imam dan Dwi Ratmono. 2013. Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan EViews 8. Semarang: Badan penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, Amarjit dan Charul Shah. 2012. Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*. Vol.4, No.1.
- Gitman, Lawrence J. 2006. *Principles of Managerial Finance*, 10th Edition. United States : Pearson.
- Gomariz, Fuensanta Cutillas dan Juan Pedro Sánchez Ballesta. 2013. Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 2014, vol. 40, issue C, 494-506.
- Grossman, Sanford J dan Oliver D. Hart. 1982. Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*, edited by John McCall. Chicago: University of Chicago Press, pp. 107-140.
- Gundono. 2016. *Teori Organisasi Edisi 3*. Yogyakarta : BPFE-YOGYAKARTA.
- Halim, Abdul dan Mamduh M. Hanafi. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi 4. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.
- Harjito, Agus dan Martono, *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua, Cetakan keempat. Yogyakarta : EKONISIA.



- Harris, Milton dan Arthur Raviv. 1990. Capital Structure and the Informational Role of Debt. The Journal of The American Finance Association. The Journal of Finance. Volume 45, Issue 2.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Association. pp. 323-329.
- Jensen, Michael C. 1987. The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy. "The Merger Boom", Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, pp.102-143.
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, Michael C. dan Clifford W. Smith. 1985. Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. Theory of the Firm. Vol. 1, No. 1.
- Jones, Charles P. 2013. Investments analysis and management. 12 ed. USA : Wiley.
- Kartikahadi, Hans., Rosita Uli Sinaga, Merliyana Syamsul, dkk. 2016. Akuntansi Keuangan berdasarkan SAK berbasis IFRS. Edisi 4. Jakarta : Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2006. Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia.
- Kuncoro, Mudrajad. 2011. Metode Kuantitatif : Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi. Edisi 4. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.
- La Rocca, M., T. La Rocca dan D. Gerace. 2008. A survey of the relation between capital structure and corporate strategy. Australasian accounting business and finance. Vol 2 issue 2.
- Lukviarman, Niki. 2001. Etika Bisnis Tak Berjalan di Indonesia: Ada Apa Dalam Corporate Governance?. Jurnal Siasat Bisnis. Hal 139-156.
- Mak, Y.T., dan Yuan Li. 2001. Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. Journal of Corporate Finance 7 pp 235-256.
- Maksy, Mostafa M., dan Gary T. Chen. 2014. Which Free Cash Flow Is Value Relevant? An Empirical Investigation. Journal of Accounting and Finance vol. 14(6)
- Margaretha, Farah dan Nina Supartika. 2016. Factors affecting profitability of small medium enterprise (SMEs) firm listed in Indonesia Stock Exchange. Journal of economics, business, and management. Vol 4 no 2.
- Martani, Dwi., Sylvia Veronica N.P.S., Ratna Wardhani A.F. dkk. 2015. Akuntansi keuangan menengah berbasis PSAK. Buku 2. Jakarta : Salemba Empat.
- Myers, Stewart C. 1977. Determinants Of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics vol 5. pp147-175.
- Orlitzky, Marc., Frank L. Schmidt, dan Sara L. Rynes. 2003. Corporate Social and Financial performance: A Meta-analysis. Organization studies. SAGE publications. 24(3): 403-441.
- Panda, Brahmadev dan N.M. Leepsa. 2017. Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. SAGE Journal. Vol 10, Issue 1
- PwC Indonesia. 2014. Survey Bisnis Keluarga 2014.
- Ritchie, Jane dan Jane Lewis. 2003. Qualitative Research Practice: A Guide for Social Science Students and Researchers. SAGE Publication.
- Ross, Stephen A. 1973. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. The American Economic Review. Vol. 63, No. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-fifth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1973), pp. 134-139.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield., dan Bradford D. Jordan. 2010. Fundamentals Of Corporate Finance. New York : McGraw-Hill/Irwin.
- Shone, John Bacon. 2015. Introduction to Quantitative Research Methods. Graduate School. Hong Kong : The University of Hong Kong.
- Sudiyatno, Bambang. 2010. Peran kinerja perusahaan dalam menentukan pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan (studi empirik pada perusahaan manufaktur di bursa efek indonesia). Disertasi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Sugiyono. 2018. Metode Penelitian Kuantitatif. Bandung : Alfabeta.
- Sutrisno, Bambang. 2017. Hubungan Cash Holding Dan Nilai Perusahaan Di Indonesia. Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis. Vol 4, No 1.



- Tapanjeh, Abdussalam Mahmoud Abu. 2006. An Empirical Study of Firm Structure and Profitability Relationship: The Case of Jordan. *Journal Of Economic And Administrative Sciences* Volume 22, Issue 1.
- Tayem, Ghada. 2018. The determinants of debt maturity : the case of Jordan. *Academy of accounting and financial studies journal*. Vol 22 issue 1.
- Urbano, Hugo M., F. Debt Maturity Structure Across Europe: Evidence From Greece, Ireland, Italy, Portugal and Spain. Dissertation. ISCTE-IUL Business School. Lisboa.
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz. 2008. *Fundamentals of Financial Management*. 13th edition. Harlow : Pearson Education Limited.
- Velnampy, T., P. Nimalthasan & K. Kalaiarasi. 2014. Dividend Policy and Firm Performance: Evidence from the Manufacturing Companies Listed on the Colombo Stock Exchange.
- Vijayakumaran, Ratnam. dan Nagajeyakumarn Atchyuthan. 2017. Cash Holdings and Corporate Performance: Evidence from Sri Lanka. *International Journal of Accounting & Business Finance*, Issue 1.
- Warren, Carl., James M. Reeve, Jonathan Duchac, dkk. 2014. *Pengantar Akuntansi Adaptasi Indonesia*. Edisi 25. Jakarta : Salemba Empat.
- Watson, Denzil. Dan Antony Head. 2007. *Corporate finance : principles and practice*. New York : FT/Pearson Education.
- Wibowo, Soni. 2016. Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan. Tesis. Universitas Airlangga. Surabaya.
- Wilson, James D. Dan John B. Campbel, 1983. *Controllership : Tugas Akuntan Manajemen*. Edisi ketiga. Jakarta : Erlangga.
- Wright, Peter., Ananda Mukherji, dan Mark J. Kroll. 2001. A reexamination of agency theory assumptions: extensions and extrapolations. *Journal of Behavioral and Experimental Economics (formerly The Journal of Socio-Economics)*. vol. 30, issue 5, 413-429.