

## UTANG DAN NILAI PERUSAHAAN

Bayu Sindhu Raharja<sup>1\*</sup>, Muji Mranani<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Manajemen/Fakultas Ekonomi, Universitas Muhammadiyah Magelang

<sup>2</sup>Akuntansi/Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Magelang

\*Email: bayusindhu@gmail.com

---

### Abstrak

**Keywords:**  
Kinerja Keuangan,  
Struktur Modal,  
Laba Bersih

*Penelitian ini menguji hubungan antara utang dengan nilai perusahaan, adapun proksi yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah laba bersih perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Indonesia, sedangkan periode amatan yang digunakan adalah dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2014. Kemudian, untuk alat analisa yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linear sederhana. Adapun hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian memberikan konfirmasi pada fenomena penggunaan utang di Indonesia yang selama 5 (lima) tahun terakhir ini selalu menunjukkan peningkatan.*

---

### 1. PENDAHULUAN

#### 1.1. Latar Belakang

Berdasarkan data dari Bank Indonesia tahun 2015, pertumbuhan pembiayaan dengan skema utang melalui lembaga perbankan mengalami peningkatan. Seperti terlihat pada Grafik I, pertumbuhan kredit perbankan, baik di sektor mikro maupun non-mikro menunjukkan tren peningkatan selama 5 (lima) tahun ini. Secara rerata pertumbuhan utang setiap tahunnya sebesar 15%. Laju peningkatan tersebut secara implisit menunjukkan bahwa iklim perekonomian di Indonesia sangat baik, tren positif pertumbuhan utang dapat dimaknai bahwa sebagian besar pelaku usaha di Indonesia membutuhkan dana untuk membiayai pertumbuhan usahanya. Dengan kata lain, secara akumulatif perekonomian Indonesia sedang berada pada situasi pertumbuhan. Akan tetapi pertumbuhan ekonomi, apalagi dibarengi dengan pertumbuhan utang, masih

menyisakan pertanyaan – pertanyaan. Seperti sebuah kotak pandora yang didalamnya sarat dengan ketidakpastian. Tentu masih segar di ingatan kita tentang krisis Thailand tahun 1998, ketika sebelum krisis terjadi ditandai peristiwa lending boom. Wajar karena pada saat itu Thailand menjadi satu – satunya Negara di Asia Tenggara yang memiliki pertumbuhan tinggi. Maka sudah barang tentu kemudian muncul pertanyaan – pertanyaan seperti ini, “Apakah krisis tersebut disebabkan oleh tingginya skema pembiayaan dengan utang?”, dan “Bagaimana sebenarnya efek atau dampak penggunaan utang?”.

Pertanyaan – pertanyaan diatas sebenarnya telah dijawab oleh teori – teori didalam disiplin ilmu keuangan. Modigliani, dan Miller (1955) menyatakan bahwa penggunaan utang sebagai sumber pendanaan dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Karena perusahaan akan mendapat manfaat berupa pengurangan pajak (Modigliani dan

Miller 1955). Myers, dan Majluf (1970) menyatakan bahwa penggunaan pembiayaan utang menjadi alternatif yang dipilih setelah perusahaan tidak memiliki kecukupan dana karena biaya modal dari utang relatif lebih murah dibanding dengan skema pembiayaan dengan saham. Kemudian Jensen, dan Meckling (1970) menyatakan bahwa penggunaan utang oleh perusahaan akan memaksimalkan mekanisme kontrol dalam perusahaan, sehingga dapat meminimalisir konflik keagenan di dalam perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut, ketiga teori diatas dampak akhirnya adalah peningkatan kinerja perusahaan. Dengan kata lain ketiga teori diatas menjelaskan linearitas hubungan antara utang dan nilai perusahaan. Tingginya tingkat utang yang digunakan perusahaan berimplikasi pada penurunan biaya keagenan yang harus dikeluarkan perusahaan, yang pada akhirnya berdampak positif terhadap kinerja perusahaan [1]. Akan tetapi peneliti lain menyatakan sebaliknya, Scott (1977) menyatakan bahwa seorang manajer dalam memutuskan sumber pendanaan perusahaan akan selalu memperhatikan *trade-off* antara keuntungan dan besarnya biaya yang harus ditanggung perusahaan, yang seandainya perusahaan memilih utang maka perusahaan harus menanggung beban tetap, tingginya beban tetap berisiko pada kebangkrutan perusahaan. Berdasarkan teori ini, utang memiliki hubungan negatif terhadap nilai perusahaan.

Pembedaan beberapa teori dari beberapa penelitian diatas menjadi motivasi utama dalam penelitian ini. Penelitian ini menguji kembali bagaimana hubungan antara utang dengan nilai perusahaan, khususnya di Indonesia. Hasil dari penelitian ini akan memberikan kontribusi pada pola penggunaan utang sebagai sumber pendanaan.

## 1.2. Tinjauan Pustaka dan Perumusan Hipotesis

### Teori Struktur Modal

Teori dalam ranah keuangan terkait bagaimana perusahaan mengambil keputusan pembiayaan bergerak secara sangat dinamis sekali. Dinamika ini sudah barang tentu karena kondisi riil, tempat ilmu keuangan berakar, juga bergerak begitu dinamis sekali. Bagaimanapun juga, standar akhir yang ditentukan adalah pengambilan keputusan pembiayaan yang diambil berjalan secara optimal yang nantinya akan membawa keuntungan bagi para pemilik modal [2]. Teori mengenai struktur modal pertama kali muncul berasal dari Modigliani dan Miller tahun 1955. Dalam artikelnya beliau menyatakan bahwa seandainya tidak ada pajak maka perbandingan nilai perusahaan yang menggunakan utang dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang akan sama saja ( $V_L = V_U$ ). Karena dengan menggunakan utang, perusahaan dapat meminimalisir pembayaran pajak yang ditanggung, dengan asumsi Rp 1,- peningkatan pembayaran bunga akan mengurangi Rp 1,- pembayaran pajak, maka semakin banyak utang yang digunakan akan semakin berdampak positif pada nilai perusahaan (Modigliani, dan Miller, 1955).

Pertumbuhan penggunaan utang yang terlalu tinggi akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan perusahaan, atau dengan kata lain ada biaya kebangkrutan yang harus ditanggung oleh perusahaan (*bankruptcy cost*) [4&11]. Dengan kata lain, Scott menyatakan secara implisit menyatakan bahwa semakin tinggi perusahaan menggunakan utang sebagai moda pembiayaan, maka nilai perusahaan akan semakin mengalami penurunan. Argumen dari Scott ini kemudian dikenal dengan nama *trade-off theory*.

Tata kelola perusahaan dewasa ini dilakukan dengan mekanisme kepemilikan terpisah. Terpisah dalam konteks ini bermakna bahwa pemilik (*principal*) tidak secara

langsung melaksanakan kegiatan rutin didalam perusahaan, kegiatan rutin dalam perusahaan dilaksanakan secara penuh oleh agen [3]. Konsekuensi dari kepemilikan terpisah ini adalah perilaku moral hazard yang mungkin dilakukan oleh agen. Maka dari itu perlu adanya kontrol terhadap agen perusahaan. Mekanisme kontrol dapat dilakukan dengan memberikan upah lebih kepada agen apabila pekerjaan telah terpenuhi (*agency cost*). Akan tetapi ada mekanisme lain yang dapat digunakan untuk mengontrol perilaku agen, yaitu dengan menggunakan utang [1]. Utang merupakan beban tetap perusahaan yang harus dipenuhi lebih dulu oleh si agen. Dengan kata lain, agen akan secara fokus memenuhi kewajiban tersebut. Jadi perilaku moral hazard secara tidak langsung dapat diminimalisir. Biaya keagenan yang harus dikeluarkan perusahaan pun akan menjadi lebih rendah [1]. Maka dari itu, berdasar argumen teori ini semakin tinggi utang yang digunakan perusahaan akan berimplikasi pada peningkatan nilai perusahaan. Dengan kata lain hubungan antara penggunaan utang dengan nilai perusahaan bersifat linear positif.

Myers & Majluf (1984) dalam artikel penelitian menyatakan bahwa informasi yang bersifat asimetris terjadi dalam lingkungan bisnis dewasa ini. Dalam lingkungan bisnis yang informasi didalamnya bersifat asimetris, sumber pembiayaan dari luar (eksternal) akan membutuhkan biaya modal yang relatif mahal. Sumber pembiayaan dari luar contohnya adalah saham dan utang. Maka dari itu perusahaan akan memilih sumber pendanaan yang berasal dari dalam (internal) karena biaya modal yang diperlukan relatif lebih murah. Akan tetapi ketika perusahaan dihadapkan pada kondisi ketika dana internal sudah mulai tidak mencukupi untuk mendanai kegiatan perusahaan. Pilihan terakhir akhirnya adalah sumber pendanaan yang berasal dari luar, yaitu saham atau utang. Ketika dihadapkan pada pilihan saham atau utang, maka pilihan yang dipilih adalah utang karena

biaya modal dari utang relatif lebih murah. Teori dari Myers (1984) dikenal dengan nama pecking order theory. Teori ini secara eksplisit menyatakan bahwa hubungan antara penggunaan utang dengan nilai perusahaan bersifat linear positif. Raharja (2014) menemukan dalam penelitiannya bahwa utang berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Maka dari itu hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1: Utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

## 2. METODE

### Data dan Sampel

Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan perusahaan dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2014. Adapun metoda penyampelan yang digunakan adalah metoda purposive sampling. Kriteria – kriteria yang ditetapkan antara lain:

Perusahaan yang melaporkan keuangan secara berturut – turut pada tahun amatan.

Perusahaan yang berada pada sektor manufaktur.

Total sampel (perusahaan) dari tahun amatan tersebut adalah 864 perusahaan.

### Definisi Operasional Variabel

Utang (Debt) : Total utang yang dimiliki oleh perusahaan. Adapun pengukurannya sebagai berikut :

$Tot.Utang = Utang Jk Pendek + Utang Jk Panjang$

Nilai Perusahaan (EAT) : variabel nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan Laba Bersih.

### Alat Analisa

Alat analisa yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linear sederhana. Adapun modelnya sebagai berikut:

$$EAT_i = \alpha_i + \beta_1 \cdot D_i + \epsilon_i$$

Dimana,

$EAT_i$  : Laba bersih perusahaan i

$D_i$  : Total utang perusahaan i.

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Adapun hasil lengkapnya dapat dilihat pada Tabel.1 didalam lampiran artikel penelitian. Berdasarkan hasil analisa statistik pada tabel 1, nilai t hitung sebesar 43,009 ( $>t$ -tabel), hal ini membuktikan bahwa utang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan nilai koefisien parameter dari utang adalah sebesar (+) 0,165, hal ini menunjukkan bahwa utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Atau dengan kata lain bahwa semakin tinggi utang yang digunakan oleh perusahaan maka nilai perusahaan akan bertambah.

Secara statistik, model ini sangat robust, hal ini ditunjukkan dengan nilai F hitung yang lebih lebih besar dari F tabel. Sedang nilai koefisien determinasi dari model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0,498. Atau dengan kata lain bahwa variansi variabel dependen dalam penelitian ini dapat dijelaskan dengan variansi variabel independen sebesar 49,8%.

### 4. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa menggunakan utang bagi perusahaan berdampak bagus bagi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga memberikan bukti pada eksistensi dari beberapa teori struktur modal yang menyatakan bahwa utang berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, hasil dari penelitian ini juga dapat digunakan untuk menjawab fenomena tentang peningkatan penggunaan utang di Indonesia yang selalu meningkat dalam beberapa tahun terakhir ini.

Akan tetapi ada beberapa hal yang perlu dijawab lebih lanjut pada penelitian selanjutnya. Hal tersebut antara lain tentang faktor – faktor pendorong atau penentu mengapa utang berpengaruh positif terhadap

nilai perusahaan. Adapun faktor – faktor yang bisa ditengarai sebagai faktor pendorong tersebut adalah efek dari penggunaan utang terhadap pengurangan biaya pada perusahaan, atau terkait dengan penguatan mekanisme kontrol didalam perusahaan sehingga konflik keagenan dapat diminimalisir ketika perusahaan banyak menggunakan utang sebagai sumber pendanaan.

### REFERENSI

- [1] Anderson, C, Ronald. Mansi, A, Sattar. dan Reeb, M, David. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*;2003.68, 263–285
- [2] Shyam-Sunder, L. dan Myers, Stewart, C. "Testing static trade-off against pecking order models of capital structure", *Journal of Financial Economics*;1999.219-244
- [3] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*;1976.3, 305–360.
- [4] Kraus, A., & Litzenberger, R. H.A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*.1973. 28(4), 911–922.
- [5] Modigliani F, Miller M. The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *American Economic Review*;1958.48, 261–297
- [6] Modigliani F, Miller M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*;1963.53, 433–443
- [7] Myers, SC." The Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*; 1977;5 : 147 – 175.
- [8] Shyam-Sunder, L. dan Myers, Stewart, C. "Testing static trade-off against pecking order models of capital structure", *Journal of Financial Economics*;1999; 219-244
- [9] Myers, S. C., & Majluf, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When

- Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*;1984;13, 187–221.
- [10] Raharja, B. S. (2014). Underpricing Pada Saat IPO: Pengujian Teori Asimetri Informasi. *Jurnal Analisis Bisnis Dan Ekonomi*, 12(2). Retrieved from <http://journal.ummg.ac.id/index.php/bisnisekonomi/article/view/156>
- [11] Scott, J. H. Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*;1977; XXXII(1), 1–19.
- [12] Shyam-Sunder, L. dan Myers, Stewart, C. "Testing static trade-off against pecking order models of capital structure", *Journal of Financial Economics*;1999; 219-244.

LAMPIRAN

**Tabel. 1**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-38450.159	25730.540		-1.494	.135
	UTANG	.165	.004	.706	43.009	.000

a. Dependent Variable: EAT

**Tabel. 2**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.052E15	1	2.052E15	1.850E3	.000 <sup>a</sup>
	Residual	2.064E15	1861	1.109E12		
	Total	4.116E15	1862			

a. Predictors: (Constant), UTANG

b. Dependent Variable: EAT

**Tabel. 3**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.706 <sup>a</sup>	.498	.498	1.05323E6

a. Predictors: (Constant), UTANG