

**EVALUASI KEPUTUSAN DEBT FINANCING  
PERUSAHAAN GO PUBLIC 1992-1996**

**Oleh:  
Sukirno DS.<sup>\*)</sup>**

**Abstract**

*The sustainability of Indonesian economic crisis happened because of multifactors. One of those is called non-performing loans that are borned from debt financing done by companies. This research intend to know appropriateness of debt financing decision in go public companies in Indonesia from the stand point of stockholder interest. Research samples were drawn purposively from Indonesian Capital Market Directory 1995 and 1997. Companies selected were published financial statements respectively from 1992 to 1996. Hypothesis was tested by mean values of debts and losses affected by interest expenses exceed from companies profit. Based on this research analysis can be drawn two main conclusions, that are (1) before economic crisis happened, total of debt financing done by companies was bigger than total of their equity financing (2) before economic crisis happened, companies pay more interest expenses than profit reported. Based on the two relationship conclusions, debt financing decided by management was inappropriate in relation to business continuity concept.*

*Keywords: debt financing, ROI, go public company, BEJ.*

**PENDAHULUAN**

Bermula dari diselesaikannya UU No. 7 tahun 1992 tentang *Perbankan* yang bermaksud memberikan lebih banyak keleluasaan dan keluwesan dalam pemilikan dan pengurusan bank sehingga di masa yang akan datang diharapkan sektor perbankan mampu berkembang pesat dan memiliki kemampuan yang tangguh dalam

<sup>\*)</sup> Penulis adalah Staf Pengajar FIS UNY.

menghadapi persaingan global. Sayangnya harapan itu meleset, karena keleluasaan dan keluwesan dalam pemilikan dan pengurusan bank itu tidak dibarengi dengan profesionalisme dan integritas dari pemilik dan pengurus bank. Kondisi perbankan nasional akhirnya menjadi terpuruk karena banyaknya kredit macet (*non-performing loans*).

Banyak pengusaha nasional sejak UU tersebut diluncurkan sampai dengan tahun 1997 berlomba-lomba melakukan investasi. Namun sayangnya, sebagian besar kebutuhan dana itu dipenuhi dengan pinjaman (*debt financing*). Awal tonggak sejarah keterpurukan Indonesia terjadi pada bulan Juli 1997 ketika negara kita mengalami krisis keuangan. Krisis tersebut bermula dari situasi yang sulit akibat krisis nilai tukar rupiah yang kemudian menjadi krisis keuangan dan ekonomi yang sangat dalam.

Krisis tersebut menjadi semakin parah setelah meluas menjadi krisis kepercayaan yang telah mengantarkan bangsa Indonesia menjadi bangsa barbarian sekaligus menjadi negara miskin. Situasi ini menimbulkan suatu preseden buruk yang saling mengait karena di satu pihak sektor perbankan mengalami krisis likuiditas dan kehilangan kepercayaan yang berdampak pada meningkatnya biaya operasional bank, sedangkan di lain pihak sektor riil mengalami kesulitan modal kerja.

Ada berbagai faktor penyebab krisis, salah satunya adalah pengaruh *financial leverage* perusahaan. Posisi *financial leverage* yang tidak sesuai dengan kemampuan finansial perusahaan akan mengakibatkan munculnya kendala internal bagi perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*maximize wealth*). *Financial leverage* berhubungan dengan proses pencarian dana perusahaan, baik berasal dari modal asing ataupun dari modal sendiri. Pengambilan keputusan sumber pembelanjaan yang salah dalam kegiatan finansial perusahaan akan menyebabkan munculnya kredit bermasalah (*non performing loans*), dan memburuknya rasio finansial perusahaan.

Oleh karena itu, manajemen dituntut mampu menyeleksi sumber pembelanjaan sesuai dengan identifikasi kemampuan internal. Dalam prinsip pembelanjaan perusahaan dijelaskan bahwa pembelanjaan menggunakan modal asing (*debt financing*) hanya dibenarkan kalau penambahan tersebut mempunyai efek finansial (*favorable financial leverage*) bagi modal sendiri. Penambahan modal asing hanya akan memberikan efek yang menguntungkan terhadap pemegang saham (rentabilitas modal sendiri atau rentabilitas usaha) apabila *rate of returns* tambahan modal asing tersebut lebih besar daripada biaya modal dan bunganya. Atau, dengan kata lain tambahan modal asing itu hanya dibenarkan apabila rentabilitas modal sendiri dengan tambahan modal asing

lebih besar daripada rentabilitas modal sendiri dengan tambahan modal sendiri (Riyanto, 1995: 44-45).

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui ketepatan pengambilan keputusan *debt financing* pada perusahaan *go public* sebelum dan setelah krisis moneter ditinjau dari kepentingan para pemegang saham.

#### Kerangka Teori dan Hipotesis Penelitian

Pemegang saham dalam konteks manajemen keuangan dipandang sebagai investor yang tergolong *risk taker*, berbeda dari kreditur yang cenderung berperilaku *risk averter*. Pemegang saham merupakan pihak yang akan menanggung risiko terlebih dahulu dan memperoleh bagian keuntungan belakangan setelah hak para kreditur diberikan. Oleh karena itu, manajemen --sebagai agen pemegang saham dalam konteks teori agensi (*agency theory*)-- senantiasa berusaha mengutamakan kepentingan pemegang saham.

Dalam kasus pembelanjaan dengan modal asing pun, keputusan yang diambil manajemen dalam penentuan sumber pembelanjaan harus mempertimbangkan pula kepentingan prinsipalnya. Untuk menentukan sumber pembelanjaan yang menguntungkan dan tepat bagi pemegang saham, pihak manajemen menggunakan basis analisis rentabilitas ekonomis perusahaan (*retrurns on investment* = ROI atau *rate of returns*).

Apabila rentabilitas ekonomis perusahaan lebih kecil dari tingkat bunga kredit bank, maka sebaiknya tambahan kebutuhan pembelanjaan perusahaan dibiayai dari modal sendiri. Sebaliknya, apabila rentabilitas ekonomis perusahaan lebih tinggi dari tingkat bunga kredit bank, maka penggunaan modal asing untuk pembelanjaan tambahan kebutuhan dana akan berpengaruh positif terhadap para pemegang saham. Ketika tingkat bunga kredit sama dengan besarnya angka rentabilitas ekonomis perusahaan, sumber pendanaan yang berasal dari modal asing ataupun modal sendiri memiliki dampak yang sama terhadap rentabilitas modal sendiri. Misalnya, PT TANRIKI pada tahun 1999 memiliki laba usaha Rp 4.000.000,00 dan modal usaha Rp 40.000.000,00 dengan *leverage factor* 0. Perusahaan menetapkan pada tahun 2000 akan mengadakan ekspansi dengan tambahan dana Rp 50.000.000,00 agar laba usaha naik menjadi Rp 9.900.000,00. Diketahui pajak penghasilan sebesar 40%. Misalnya ada tiga kemungkinan tingkat bunga kredit, yaitu sebesar 8%, 9%, dan 10%.

Berdasarkan contoh di atas, maka besarnya nilai rentabilitas ekonomis dapat dihitung sebagai berikut.

$$\begin{aligned} \text{Rentabilitas ekonomis 2000} &= \frac{\text{Rp } 9.900.000,00}{\text{Rp } 90.000.000,00} \\ &= 11\% \end{aligned}$$

Kemudian untuk mengetahui pada tingkat suku bunga kredit berapa dan dari mana tambahan sumber dana (Rp 50.000.000,00) itu berasal, dihitung dengan cara sebagai berikut.

**Tabel 1. Perhitungan Rentabilitas Perusahaan**

KETERANGAN	TINGKAT BUNGA KREDIT 8%	TINGKAT BUNGA KREDIT 11%	TINGKAT BUNGA KREDIT 13%
<b>TAMBAHAN DANA DENGAN PEMBELANJAAN MODAL ASING</b>			
Laba usaha	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Bunga kredit			
8% X Rp 50.000.000	(4.000.000)		
11% X Rp 50.000.000		(5.500.000)	
13% X Rp 50.000.000			(6.500.000)
Laba sebelum pajak	6.000.000	4.500.000	3.500.000
Pajak penghasilan 40%	(2.400.000)	(1.800.000)	(1.400.000)
Laba usaha setelah pajak	3.600.000	2.700.000	2.100.000
Modal asing	50.000.000	50.000.000	50.000.000
Modal sendiri	40.000.000	40.000.000	40.000.000
Rentabilitas	3.600.000	2.700.000	2.100.000
Modal Sendiri	= -----	= -----	= -----
	40.000.000	40.000.000	40.000.000
	= 9%	= 6,7%	= 5,3%
<b>TAMBAHAN DANA DENGAN PEMBELANJAAN MODAL SENDIRI</b>			
Laba usaha	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Pajak penghasilan 40%	(4.000.000)	(4.000.000)	(4.000.000)
Laba usaha setelah pajak	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Modal asing	0	0	0
Modal sendiri	90.000.000	90.000.000	90.000.000
Rentabilitas	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Modal Sendiri	= -----	= -----	= -----
	90.000.000	90.000.000	90.000.000
	= 6,7%	= 6,7%	= 6,7%

Berdasarkan perhitungan di atas jelaslah bahwa apabila tingkat bunga kredit bank lebih rendah dari rentabilitas ekonomis, maka pembelanjaan dengan modal asing akan lebih menguntungkan (9%) bagi para pemegang saham daripada dibiayai dengan modal sendiri (6,7%). Pada saat tingkat bunga kredit bank sama dengan rentabilitas ekonomis (11%), maka baik pembelanjaan dengan modal asing maupun pembelanjaan dengan modal sendiri akan memiliki pengaruh yang sama terhadap rentabilitas modal sendiri (6,7%). Apabila tingkat bunga kredit bank lebih tinggi dari rentabilitas ekonomis, maka pembelanjaan dengan modal sendiri akan lebih menguntungkan (6,7%) daripada dibiayai dengan modal asing (5,3%). Oleh karena itu, ketika tingkat bunga kredit bank lebih tinggi dari rentabilitas ekonomis, maka pembelanjaan dengan modal asing akan menyebabkan perusahaan harus menjual sebagian aktiva yang dimiliki untuk menutup biaya bunga.

Penelitian ini dikembangkan berdasar pada penelitian terdahulu yang menganalisis informasi laporan keuangan untuk meramalkan laba mendatang yang dilakukan oleh Sunariyah (1993). Demikian pula penelitian yang dilakukan oleh Marwan Asri Suryawijaya dan Faizal Arief Setiawan (1998) yang mencoba menganalisis informasi akuntansi yang dipublikasikan oleh perusahaan dikaitkan dengan peristiwa politik dalam negeri. Dari

kedua penelitian tersebut sebenarnya dapat ditarik kesimpulan bahwa informasi keuangan tidak sekadar memberikan laporan posisi harta, utang, modal, pendapatan dan biaya perusahaan, namun apabila dianalisis lebih mendalam dapat pula dipergunakan untuk melihat perilaku manajemen dalam kegiatan pembelanjaan perusahaan.

Namun demikian, informasi keuangan yang dipublikasikan akan menyesatkan atau tidak bagi para investor sangat bergantung pada kualitasnya. Berkaitan dengan kualitas informasi itu, Singhvi dan Desai (1971) menjelaskan pentingnya kualitas informasi keuangan yang diungkapkan di pasar modal. Semakin berkualitas informasi keuangan tersebut, semakin membantu pembentukan harga sekuritas yang "wajar". Sulit bagi para analisis sekuritas untuk menentukan kelayakan harga saham kalau informasi akuntansi yang tersedia hanya sepotong-sepotong, tidak lengkap, atau bahkan tidak benar.

Untuk meningkatkan kepentingan pemilik di atas kepentingan manajemen, maka hubungan antara ROI, RMS, dan tingkat bunga kredit dalam *debt financing* dapat dirumuskan sebagai berikut.

1. Apabila  $ROI >$  tingkat bunga kredit, maka kebutuhan pendanaan perusahaan sebaiknya diambil dari modal asing agar RMS lebih baik.

2. Apabila  $ROI <$  tingkat bunga kredit, maka kebutuhan pendanaan perusahaan sebaiknya diambil dari modal sendiri agar RMS lebih baik.
3. Apabila  $ROI =$  tingkat bunga kredit, maka kebutuhan pendanaan perusahaan dapat diambil secara bebas, baik dari modal asing maupun dari modal sendiri tidak akan berpengaruh terhadap RMS.

Berdasarkan latar belakang teori di atas dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H1: Sebelum krisis ekonomi, nilai rata-rata *debt financing* tidak sama dengan nilai rata-rata *equity financing*.
- H2: Sebelum krisis ekonomi, nilai rata-rata tingkat suku bunga kredit tidak sama dengan nilai rata-rata tingkat ROI perusahaan.

#### **Cara Penelitian**

#### **Sampel Penelitian**

Pasar modal memiliki peranan penting dalam kegiatan pembelanjaan perusahaan khususnya dan pembangunan ekonomi pada umumnya (Ainun Na'im, 1997; Titin Suwanti, 1997). Lebih jauh dijelaskan bahwa pasar modal dapat digunakan sebagai indikator perekonomian. Oleh sebab itu, tidak berlebihan apabila

penelitian ini mengambil sampel perusahaan *go public* di pasar modal Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Sampel penelitian dipilih secara *purposive* dari 258 perusahaan *go public* yang secara terus-menerus mempublikasikan laporan keuangan di BEJ pada tahun 1992–1996. Dari seluruh perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama 5 tahun tersebut (ada sejumlah 248 perusahaan) diambil secara random 30 perusahaan.

Pengambilan sampel ini mengikuti pendapat Suharsimi Arikunto (1987: 107) yang mengemukakan bahwa jika populasi kurang dari 100, maka dapat diambil semua, tetapi apabila lebih besar dapat diambil antara 10%-15%, atau 20%-25% atau lebih, bergantung pada kemampuan peneliti, skope pengamatan, dan risiko yang ditanggung. Demikian pula menurut Sutrisno Hadi (1982: 309), sampel sejumlah 30 sudah termasuk ke dalam sampel besar. Jika sampel cukup besar, distribusi sampling adalah normal atau sangat mendekati normal. Jadi, ada 150 laporan keuangan perusahaan selama 5 tahun yang digunakan dalam penelitian ini dari 1240 laporan keuangan.

Data laporan keuangan diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1995 dan 1997. Data-data laporan keuangan perusahaan yang dibutuhkan meliputi total aktiva, total

utang, total modal sendiri, laba bersih sebelum pajak, dan laba bersih setelah pajak.

#### *Teknik Pengumpulan Data*

Data penelitian yang berupa laporan keuangan dikumpulkan dengan teknik dokumentasi. Dokumen-dokumen laporan keuangan dikumpulkan dari laporan yang diterbitkan oleh BEJ dalam bentuk buku *Indonesian Capital Market Directory*. Adapun data tingkat suku bunga kredit diambil dari laporan Mingguan Bank Indonesia yang disajikan oleh Majalah Jurnal terbitan BEJ bulan September 1997.

#### *Analisis Data*

Untuk menguji kedua hipotesis di atas dilakukan dengan tahapan sebagai berikut:

1. Menghitung *return on investment (ROI)* dan mencari nilai rata-ratanya.
2. Menentukan tingkat bunga kredit dan nilai rata-ratanya. Bunga kredit yang digunakan untuk menganalisis data adalah bunga kredit jangka panjang rata-rata yang diambil dari Laporan Mingguan Bank Indonesia.
3. Menghitung total utang perusahaan dan menghitung nilai rata-rata.

4. Menguji hipotesis dengan t-test. Untuk keperluan ini, dilakukan uji normalitas dan uji homogenitas varians. Uji normalitas dilakukan dengan Kolmogorov - Smirnov test dan uji homogenitas varian dilakukan dengan uji Levene. Kedua uji ini dilakukan dengan bantuan paket program SPSS. Selanjutnya uji t untuk sampel berpasangan sebagai berikut:

a. Hipotesis pertama

$$t = \frac{\overline{EF} - \overline{DF}}{\sqrt{\frac{S_{EF}^2}{n1} + \frac{S_{DF}^2}{n2} - 2r\left(\frac{S_{EF}}{\sqrt{n1}}\right)\left(\frac{S_{DF}}{\sqrt{n2}}\right)}}$$

Keterangan:

- $\overline{EF}$  = nilai rata-rata equity financing
- $\overline{DF}$  = nilai rata-rata debt financing
- S = simpangan baku
- r = korelasi antara dua sampel

H1 diterima apabila nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel pada taraf signifikansi 5%. Sebaliknya, H1 ditolak apabila nilai t hitung lebih kecil dari nilai t tabel pada taraf signifikansi 5%.

b. Hipotesis kedua

$$t = \frac{\overline{ROI} - \overline{TB}}{\sqrt{\frac{S_{ROI}^2}{n1} + \frac{S_{TB}^2}{n2} - 2r\left(\frac{S_{ROI}}{\sqrt{n1}}\right)\left(\frac{S_{TB}}{\sqrt{n2}}\right)}}$$

Keterangan:

- $\overline{ROI}$  = nilai rata-rata ROI
- $\overline{TB}$  = nilai rata-rata tingkat suku bunga kredit
- S = simpangan baku
- r = korelasi antara dua sampel

H2 ditolak apabila nilai t hitung lebih kecil dari nilai t tabel pada taraf signifikansi 5%. Sebaliknya, H2 diterima apabila nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel pada taraf signifikansi 5%.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Induk

Berdasarkan data laporan keuangan yang dikumpulkan dan dianalisis dengan SPSS diperoleh nilai *mean*, standar deviasi, *range*, maksimum, minimum, dan nilai *skewness* (tingkat kemiringan) pada tabel 2 berikut ini.

Tabel 2. Statistik Induk Variabel Penelitian

No	Nama Variabel	Mean	SD	Range	Max.	Min.
1	ROI (%)	5,175	6,041	40,570	32,22	-8,35
2	TB (%)	19,106	1,721	5,090	22,09	17,00
3	ROI-TB (%)	-13,931	6,361	40,520	12,95	-27,57
4	Utang (jutaan rupiah)	1.010.372,987	2.426.108,418	16.452.259	16.454.157,000	1.898,000

Keterangan:

- ROI = *returns on investment*
- TB = tingkat bunga pinjaman

Berdasarkan nilai *mean*, standar deviasi, range, maksimum, minimum, dan nilai *skewness* (tingkat kemiringan) pada tabel 2 di atas dibuat interpretasi sebagai berikut.

1. Nilai ROI perusahaan pada tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 berkisar antara -8,35% s.d. 32,22%. Rata-rata ROI sejak tahun 1992 s.d. 1996 sebesar 5,175%.
2. Tingkat bunga pinjaman per tahun pada tahun 1992 s.d. tahun 1996 berkisar antara 17% s.d. 22,09%.
3. Selisih ROI dikurangi tingkat bunga pinjaman berkisar antara -27,57% s.d. 12,95%. Adapun rata-rata nilai selisih ROI dikurangi tingkat bunga pinjaman sebesar -13,931%. Berdasarkan angka ini dapat diinterpretasikan bahwa nilai pembelanjaan perusahaan yang menggunakan *debt financing*

lebih besar daripada perusahaan yang menggunakan *equity financing*.

4. Nilai utang perusahaan pada tahun 1992 s.d. 1996 berkisar antara Rp 1.898.000.000,00 s.d. Rp16.454.157.000.000,00. Berdasarkan nilai rata-rata utang dapat diinterpretasikan bahwa selama 5 tahun (1992 s.d. 1996) setiap perusahaan menanggung utang sebesar Rp1.010.372.987.000,00 atau sebesar Rp2.02.074.597.400,00 setiap tahun.

### Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil analisis data dengan SPSS diperoleh hasil uji beda sebagaimana disajikan pada tabel 3 berikut ini.

Tabel 3. Hasil uji beda (*t- test*)

No	Pasangan Variabel	Mean		SD		t-value	2-tail Sig.
		EF dan ROI	DF dan TB	EF dan ROI	DF dan TB		
1	EF - DF	430487,7800	1010372,9867	1297786,13	2426108,42	-2,89	,004
2	ROI-TB	5,1746	19,1060	6,041	1,721	-26,82	,000

Keterangan:

- EF = *equity financing*
- DF = *debt financing*
- ROI = *return on investment*
- TB = tingkat suku bunga kredit

Berdasarkan hasil uji t untuk hipotesis pertama (H1) diperoleh nilai t sebesar -2,89 dengan taraf signifikansi 0,004 (uji dua pihak). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H1 yang berbunyi "sebelum krisis ekonomi, nilai rata-rata *debt financing* tidak sama dengan nilai rata-rata *equity financing*" diterima.

Dari hasil uji hipotesis satu ini dapat pula diketahui bahwa sebelum krisis ekonomi, nilai rata-rata *debt financing* perusahaan yang *go public* di BEJ lebih besar daripada nilai rata-rata *equity financing*. Jadi, berdasarkan nilainya, lebih banyak sumber dana pembelanjaan perusahaan *go public* di BEJ menggunakan dana pinjaman sebelum krisis ekonomi terjadi.

Selanjutnya, berdasarkan hasil uji hipotesis kedua (H2) diperoleh nilai t sebesar -26,82 pada taraf signifikansi 0,000. Berdasarkan angka tersebut dapat disimpulkan bahwa secara statistik hipotesis kedua (H2) yang berbunyi "sebelum krisis ekonomi, nilai rata-rata tingkat suku bunga kredit tidak sama dengan nilai rata-rata tingkat ROI perusahaan" dinyatakan diterima.

Berdasarkan hasil uji hipotesis kedua dapat pula ditafsirkan bahwa sebelum krisis ekonomi, nilai rata-rata tingkat suku bunga kredit lebih besar daripada nilai rata-rata tingkat ROI perusahaan. Hal ini berarti bahwa kemampuan perusahaan memperoleh laba berada di bawah tingkat suku bunga kredit yang diambil.

### Temuan Penelitian

Agar dapat memberikan gambaran lebih detail, sampel penelitian dikelompokkan menjadi dua berdasarkan nilai rata-rata aktiva (Rp 1.440.660.770.000,00), yaitu perusahaan golongan I (total aktiva yang dimiliki perusahaan lebih besar atau sama dengan nilai rata-rata aktiva) dan golongan II (total aktiva yang dimiliki perusahaan lebih kecil dari nilai rata-rata aktiva). Berdasarkan pengelompokan perusahaan yang baru tersebut dilakukan uji t sampel independen dan diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 5. Hasil Analisis Perusahaan Berdasarkan Golongan

Nama Variabel	Golongan	Nilai Mean	Nilai t	2 - Tail Sig.
Equity Financing (Rp)	I	1.418.224.000.000	3.11	.004
	II	129.872.408.700		
Debt Financing (Rp)	I	3.737.759.142.900	5.31	.000
	II	180.298.939.100		
ROI (%)	I	2.7697	-4,25	.000
	II	5.9065		
Selisih ROI - TB (%)	I	-16.2463	-3,68	.000
	II	-13.2269		

Berdasarkan tabel di atas dapat ditarik beberapa hal mendasar, yaitu:

- Cara pembelanjaan perusahaan golongan I dan II, ROI yang diperoleh, serta kemampuan perusahaan membayar utang

dengan laba yang diperoleh (ROI-TB) berbeda secara signifikan.

- b. Perusahaan golongan I memiliki nilai rata-rata modal yang lebih besar dan signifikan daripada perusahaan golongan II, namun demikian perusahaan golongan I pun memiliki utang lebih besar dan signifikan daripada perusahaan golongan II.
- c. Kemampuan perusahaan golongan I memperoleh laba (ROI) lebih kecil dan signifikan daripada perusahaan golongan II. Dalam hal ini, dapat berarti pula bahwa semakin besar perusahaan justru semakin kecil kemampuan memperoleh labanya.
- d. Perusahaan golongan I lebih besar dan signifikan menanggung beban bunga daripada perusahaan golongan II, sebagai akibat ROI lebih kecil daripada tingkat suku bunga kredit.

#### Pembahasan

Berdasarkan hasil penelitian ini dapat disampaikan ulasan-ulasan sebagai berikut:

- a. Pada tahun 1992 – 1996 iklim investasi di Indonesia sebelum krisis ekonomi terjadi sangat tidak menguntungkan. Hal itu ditandai dengan rendahnya rata-rata *rate of return* (5,175%) yang berada jauh di bawah tingkat bunga pinjaman (19,106%). Kondisi demikian mengakibatkan debitur kesulitan untuk

mengembalikan utang kepada para kreditur. Dampak selanjutnya adalah munculnya kredit macet yang jumlahnya sekitar 600 trilyun rupiah.

- b. Berdasarkan laporan BPPN diindikasikan bahwa kredit macet di Indonesia mencapai 70% dari total kredit yang disalurkan. Angka ini sekaligus mengantarkan Indonesia sebagai negara yang memiliki kredit macet terbesar dibandingkan negara-negara di Asia Tenggara lainnya.
- c. Salah satu faktor penyebab timbulnya kredit macet dan timbulnya krisis ekonomi di Indonesia karena sebelum krisis ekonomi terjadi manajemen perusahaan tidak memiliki kemampuan *envisioning* yang jeli dalam memperhitungkan laba rugi investasi dari dana pinjaman, timbulnya *over confidence management*, serta tidak dipertimbangkannya ROI perusahaan sebagai basis pengambilan keputusan *debt financing*.
- d. Selama tahun 1992 – 1996 ada kecenderungan perusahaan dengan total aktiva yang lebih besar akan memiliki utang yang lebih besar pula walaupun kemampuan profitabilitasnya justru berada di bawah perusahaan yang memiliki total aktiva lebih kecil. Dengan demikian, beban pinjaman yang ditanggung oleh perusahaan besar cenderung lebih besar daripada perusahaan kecil. Hal ini pulalah yang menjadi bukti bahwa sebelum krisis ekonomi terjadi, pemerintah atau dunia perbankan lebih banyak

mengucurkan kredit kepada perusahaan besar daripada perusahaan kecil dan menengah (UKM). Sudah terbukti bahwa justru UKM yang memiliki daya tahan bagus terhadap badai krisis. Oleh sebab itu krisis ekonomi yang melanda Indonesia dan pengalaman penyaluran kredit sebelum 1997 yang berpihak pada kaum kapitalis harus dijadikan pelajaran paling berharga oleh pemerintah ataupun kalangan perbankan Indonesia.

#### SIMPULAN

Berdasarkan hasil pembahasan di atas, dapat ditarik simpulan sebagai berikut:

- a. Sebelum krisis ekonomi, nilai rata-rata *debt financing* perusahaan yang *go public* di BEJ lebih besar daripada nilai rata-rata *equity financing*. Jadi, berdasarkan nilainya, lebih banyak sumber dana pembelanjaan perusahaan *go public* di BEJ menggunakan dana pinjaman sebelum krisis ekonomi terjadi.
- b. Sebelum krisis ekonomi, nilai rata-rata tingkat suku bunga kredit lebih besar daripada nilai rata-rata tingkat ROI perusahaan. Hal ini berarti bahwa kemampuan perusahaan memperoleh laba berada dibawah tingkat suku bunga kredit yang diambil.

- c. Berdasarkan simpulan pertama dan kedua dapat dikatakan pula bahwa sebelum krisis ekonomi, manajemen perusahaan memutuskan mengambil sumber dana pinjaman tanpa memperhatikan kemampuan internal perusahaan untuk mengembalikan pinjaman tersebut.
- d. Besarnya *debt* dan *equity financing* masing-masing perusahaan berbeda-beda secara signifikan. Perusahaan besar cenderung memiliki *debt* sekaligus *equity financing* lebih besar daripada perusahaan kecil, namun demikian perusahaan besar memiliki kemampuan profitabilitas lebih kecil dibanding perusahaan kecil.
- e. Kekeliruan penggunaan *debt financing* tersebut terjadi karena beberapa faktor, antara lain karena lembaga penyalur dana (khususnya lembaga perbankan) tidak mempergunakan pertimbangan ROI sebagai basis penyaluran kredit. Kemungkinan lain, penyaluran kredit didasarkan pada tingkat likuiditas, solvabilitas, jaminan, *market share*, lokasi usaha, *lay out* pabrik perusahaan calon debitur, dan sebagainya.
- f. Kebijakan *Capital Adequacy Ratio* minimal 8% dan *Loan to Deposit Ratio* sebesar 85%–110% khususnya bagi dunia perbankan merupakan kebijakan kontradiktif, karena dengan kebijakan itu di satu sisi perusahaan perbankan diperbolehkan

memiliki utang yang besar, namun di sisi lain dituntut mampu menyalurkan dana yang dimiliki sebesar-besarnya.

#### **Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain karena beberapa hal, yaitu:

- a. Hanya menggunakan data keuangan sebagai sumber dasar menganalisis keputusan pembelanjaan manajer. Padahal informasi akuntansi bukanlah satu-satunya data yang digunakan untuk mendukung proses pengambilan keputusan. Hal ini dapat dibuktikan dari hasil berbagai penelitian akuntansi dan manajemen yang berwacana peranan informasi akuntansi dalam proses pengambilan keputusan para investor.
- b. Penelitian ini tidak mempertimbangkan aspek waktu kontrak utang dan laporan keuangan dibuat, sehingga perhitungan ROI dan bunga kemungkinan dapat menimbulkan bias hasil. Hal itu disebabkan oleh sulitnya mengakses data tentang waktu penandatanganan kontrak utang oleh setiap perusahaan.
- c. Data yang dianalisis dalam penelitian ini berupa data laporan keuangan yang bersifat historis. Data historis memiliki kelemahan tidak dapat menggambarkan kinerja perusahaan pada saat data itu dipublikasikan.

- d. Laporan keuangan seringkali sudah di-*mark-up* sebelum dipublikasikan, sehingga penelitian yang hanya menggunakan data finansial publikasi akan memiliki bias.
- e. Sampel pada penelitian ini dipilih secara acak tanpa memperhatikan perbedaan jenis industri sehingga kemungkinan ada bias kesimpulan yang diakibatkan adanya *industrial effect* dan *size effect*.
- f. Penilaian kinerja perusahaan hanya didasarkan pada ukuran finansial (ROI) yang menurut konsep pengukuran *Balance Score Card* (BSC), ukuran finansial belum dapat dinyatakan sebagai kinerja perusahaan secara komprehensif.

#### **Saran**

- a. Pengambilan keputusan pembelanjaan yang dilakukan oleh manajemen sebaiknya dilakukan selaras dengan profitabilitas perusahaan, yaitu:
  - 1) Apabila  $ROI >$  tingkat bunga kredit, maka kebutuhan pendanaan perusahaan sebaiknya diambil dari modal asing agar RMS lebih baik.
  - 2) Apabila  $ROI <$  tingkat bunga kredit, maka kebutuhan pendanaan perusahaan sebaiknya diambil dari modal sendiri agar RMS lebih baik.

- 3) Apabila ROI = tingkat bunga kredit, maka kebutuhan pendanaan perusahaan dapat diambil secara bebas, baik dari modal asing maupun dari modal sendiri tidak akan berpengaruh terhadap RMS.
- b. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan teknik pengambilan sampel yang lebih representatif, misalnya, menggunakan tabel Krejcie dan tabel Nomogram Harry King.
- c. Penelitian selanjutnya disarankan mengambil sampel perusahaan sejenis agar dapat menghindari kemungkinan munculnya *industrial effect* dan *size effect* dalam penelitian.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Ainun Na'im. (1997). Peran Pasar Modal dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia. *Kelola Gadjah Mada University Business Review*, Yogyakarta: Magister Manajemen UGM. Hal 1-17.
- Bambang Riyanto. (1995). *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*, Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- BPPN. (1999). *Rencana Strategis 1999-2000. The Indonesian Bank Restructuring Agency (IBRA)*.
- Creswell, John W. (1994). *Research Design Qualitative & Quantitative Approaches*. California: Sage Publication.
- Financial Accounting Standard Board. (1986). *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1-6*. New York: Mc.Graw Hill, Inc.

*Evaluasi Keputusan Debt Financing Perusahaan Go Public 1992 - 1996 (Sukirno DS)*

- Munawir, S. (1986). *Analisa Laporan Keuangan*. Cetakan Kedua. Yogyakarta: Penerbit Liberty.
- Rahardja, Prathama. (1990). *Uang dan Perbankan*. Jakarta: Penerbit Rineka Cipta.
- Singhvi S.S. dan H.B. Desai. (1971). "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure". *The Accounting Review*.
- Suharsimi Arikunto. (1987). *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: PT Bina Aksara.
- Sunariyah. (1993). Informasi Prospektus dan Peramalan Laba. *Tesis*. Yogyakarta: Pasca Sarjana FE- UGM. Tidak dipublikasikan.
- Suryawijaya, Marwan Asri dan Faizal Arief Setiawan. (1998). Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996). *Kelola Gadjah Mada University Business Review*. Yogyakarta: Magister Manajemen UGM. Hal. 137- 153.
- Sutrisno Hadi. (1982). *Metodologi Research. Untuk Penulisan Paper, Skripsi, Thesis dan Disertasi*. Yogyakarta: Yayasan Penerbitan Fakultas Psikologi UGM.
- Titin Suwanti. (1997). Kinerja Bursa Efek Jakarta 1988-1996. *Kelola Gadjah Mada University Business Review*. Yogyakarta: Magister Manajemen UGM. Hal. 18-30.
- Theodorus M. Tuanakotta. (1986). *Teori Akuntansi Buku 2*. Jakarta: FE-UI.
- Trisnawati, Rina. (1997). Faktor-faktor yang Berpengaruh pada Initial Return. *Tesis*. Yogyakarta: Pasca Sarjana FE-UGM.