

**Pengaruh Hubungan Kinerja, Likuiditas dan
*Return Saham Terhadap Deviasi Actual Growth
Rate Dari Sustainable Growth Rate Pada*
Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (SI)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

ADIMAS WAHYU SAPUTRO
NIM. C2C009267

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2013**

PERSETUJUAN SKRIPSI

NamaPenyusun : AdimasWahyuSaputro
NomorIndukMahasiswa (NIM) : C2C009267
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Akuntansi
JudulSkripsi: **PENGARUH HUBUNGAN
KINERJA, LIKUIDITAS DAN
RETURN SAHAM TERHADAP
DEVIASI ACTUAL GROWTH
RATE DARI SUSTAINABLE
GROWTH RATE PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA.**
DosenPembimbing : Dr. AgusPurwanto, SE.,MSi., Akt.

Semarang, 17 Juni2013

DosenPembimbing

Dr. AgusPurwanto, SE.,MSi., Akt.
NIP :196808271992021001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Adimas Wahyu Saputro

Nomor Induk Mahasiswa : C2C009267

Fakultas / Jurusan : Ekonomi / Akuntansi

Judul Skripsi : **PENGARUH HUBUNGAN KINERJA,
LIKUIDITAS DAN *RETURN* SAHAM
TERHADAP DEVIASI *ACTUAL GROWTH
RATE* DARI *SUSTAINABLE GROWTH RATE*
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI
BURSA EFEK INDONESIA**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 24 Juni 2013

Tim Penguji

1. Dr. Agus Purwanto, SE.,MSi., Akt. (.....)
2. Surya Rahardja, SE.,M.Si., Akt. (.....)
3. Andri Prastiwi, SE.,M.Si., Akt. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Adimas Wahyu Saputro, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: Pengaruh Hubungan Kinerja, Likuiditas dan *Return Saham Terhadap Deviasi Actual Growth Rate Dari Sustainable Growth Rate* Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 17 Juni 2013

Yang membuat pernyataan,

Adimas Wahyu Saputro

NIM: C2C009267

ABSTRACT

Every company wants a high profit. This will increase sales growth. However, growth is not always profitable. If too fast the growth can put enormous pressure on the resources of the company. Whereas if the growth is too slow, the company considered less take the financial potential of existing firms. Therefore, the concept of sustainable growth rate can be sized for a maximum level of sales could rise without the company running out of financial resources.

This study aims to empirically examine the effect of performance (ROA and price-to-book ratio), liquidity (current ratio and acid ratio) and stock returns to the deviation of actual growth rate of sustainable growth rate. This study uses multiple regression analysis with a sample of 49 companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) of the years 2009-2011. Statistical analysis tool used was SPSS version 16.0.

These results indicate that acid ratio variable have positive and significant influence to the deviation of actual growth rate of sustainable growth rate. ROA and current ratio have significant and negative influence to the deviation of actual growth rate of sustainable growth rate. But the price to book ratio and stock returns doesn't have significant influence the deviation of actual growth rate of sustainable growth rate. No significant result means the deviation of actual growth rate of sustainable growth rate that occurred less related to the market price of the company because it represents fluctuations in the demand-supply company's stock price rather than the performance.

Keywords: *Return on assets, Price to book ratio, Current ratio, Acid ratio, Stock returns, Deviation of actual growth rate of sustainable growth rate.*

ABSTRAK

Setiap perusahaan menginginkan laba yang tinggi. Hal tersebut akan meningkatkan pertumbuhan penjualan. Namun, pertumbuhan tersebut tidak selalu menguntungkan. Apabila pertumbuhan terlalu cepat dapat memberikan tekanan besar pada sumber daya perusahaan. Sedangkan apabila pertumbuhan terlalu lambat, perusahaan dinilai kurang mengambil potensi keuangan perusahaan yang ada. Oleh sebab itu, konsep *sustainable growth rate* dapat menjadi ukuran karena merupakan tingkat maksimum penjualan perusahaan bisa naik tanpa perusahaan kehabisan sumber daya keuangan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh kinerja (ROA dan *price to book ratio*), likuiditas (rasio lancar dan *acid ratio*) dan *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan sampel sebanyak 49 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2009-2011. Alat analisis statistic yang digunakan adalah program SPSS versi 16.0.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *acid ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. ROA dan rasio lancar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Sedangkan *price to book ratio* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Dan *return* saham berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* yang terjadi kurang terkait dengan harga pasar perusahaan karena lebih merepresentasikan fluktuasi permintaan-penawaran harga saham daripada kinerja perusahaan.

Kata kunci : *Return on Asset, Price to book ratio, Rasio lancar, Acid ratio, Return* saham, Deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

MOTTO

Doa kita bisa merubah nasib kita, dan kebaikan dapat memperpanjang umur kita.

(HR. Ath-Thahawi)

Kemuliaan terbesar kita bukanlah karena kita tidak pernah jatuh, tetapi karena kita bangkit setiap kali kita jatuh.

(Confucius)

Seorang manusia akan menjadi lebih kuat seiring halangan dan ombak yang menerpa menghadangnya.

(Roronoa Zoro / Eichiro Oda)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis bermunajat ke hadirat Allah SWT, karena atas rahmat dan hidayah-Nya, skripsi yang berjudul “Pengaruh Hubungan Kinerja, Likuiditas dan *Return Saham Terhadap Deviasi Actual Growth Rate Dari Sustainable Growth Rate* Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia” ini dapat diselesaikan.

Skripsi ini disusun sebagai tugas akhir guna memenuhi persyaratan untuk mencapai gelar sarjana Strata-1 pada Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang. Sesungguhnya penelitian ini merupakan rangkuman dari proses pembelajaran yang telah ditempuh selama masa perkuliahan. Penulis menyadari bahwa pasti terdapat banyak kekurangan dalam skripsi ini, akan tetapi walaupun sedikit semoga dapat memberi sumbangsih bagi pihak-pihak yang berkepentingan dan para pembaca.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis sadar bahwa skripsi ini tidak akan dapat terselesaikan tanpa bantuan dan dukungan dari berbagai pihak, baik secara langsung, tidak langsung, moril ataupun materiil. Untuk itu dalam kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Drs. Mohamad Nasir, Msi., Akt., Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi UNDIP.
2. Drs. Sudarno, MSi., Akt., Ph.D. selaku dosen wali yang telah memberikan bimbingan dan nasehat kepada penulis.
3. Dr. Agus Purwanto, SE., MSi., Akt. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan dan waktunya, sehingga skripsi ini dapat diselesaikan.
4. Kepada kedua orang tuaku tercinta. Bapak dan Ibu serta kakakku yang baik hati, terima kasih atas doa restunya dan cinta kasih dengan hati tulus ikhlas yang senantiasa diberikan. Kehangatan dan dukungan keluarga adalah kunci utama, pemacu semangatku untuk terus dapat berusaha menjadi yang terbaik, mengerti hidup dan kehidupan.

5. Seluruh staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah mendidik dengan ilmu pengetahuan, baik langsung maupun tidak langsung sehingga penulis dapat menyelesaikan kuliah dan penulisan skripsi ini.
6. Firdaus, Rahmat, Zenuar, Adit dan teman-teman akuntansi regular 2 kelas A angkatan 2009 lainnya yang telah banyak memberi masukan baik dalam masa kuliah maupun penyusunan skripsi. Sahabat dikala susah dan senang yang akan selalu memberi arti dalam hidupku. Terima kasih banyak telah mendukung dan berjuang bersama selama ini.
7. Arly, Panca, Dody, Romadhon, dan kawan-kawan hiking dan bermain bola lainnya. Terima kasih banyak atas dorongan, semangat dan inspirasi.
8. Teman-teman milan kos Timoho, terima kasih banyak atas bantuan, motivasi dan kebersamaan yang terjalin erat.
9. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu atas segala bantuan yang diberikan kepada penulis.

Semarang, Juni 2013

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
<i>ABSTRACT</i>	v
ABSTRAK	vi
HALAMAN MOTTO	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR LAMPIRAN	xii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah	5
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	6
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	6
1.3.2 Kegunaan Penelitian	7
1.4 Sistematika Penulisan.....	7
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	9

2.1	Landasan Teori.....	9
2.1.1	<i>Sustainable growth rate</i>	9
2.1.2	Pengaruh kinerja terhadap deviasi <i>actual growth rate</i> dari <i>sustainable growth rate</i>	16
2.1.3	Pengaruh likuiditas terhadap deviasi <i>actual growth rate</i> dari <i>sustainable growth rate</i>	19
2.1.4	Pengaruh <i>return</i> saham terhadap deviasi <i>actual growth rate</i> dari <i>sustainable growth rate</i>	22
2.2	Penelitian Terdahulu	25
2.3	Kerangka Pemikiran	27
2.4	Hipotesis	29
BAB III METODE PENELITIAN.....		35
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel.....	35
3.1.1	Variabel Penelitian	35
3.1.2	Definisi Operasional Variabel Penelitian	36
3.2	Populasi dan Sampel	39
3.3	Jenis dan Sumber Data	40
3.4	Metode Pengumpulan Data	41
3.5	Metode Analisis	41
3.5.1	Analisis Deskripsi	42
3.5.2	Uji Asumsi Klasik	43
3.5.2.1	Uji Normalitas	43
3.5.2.2	Uji Multikolonieritas	44

3.5.2.3	Uji Autokorelasi	45
3.5.2.4	Uji Heteroskedastisitas	46
3.5.3	Uji Kelayakan Model.....	47
3.5.2.1	Uji Simultan (Uji F)	47
3.5.2.2	Uji Koefisien Determinasi (R^2)	47
3.5.4	Uji Hipotesis (Uji T).....	48
BAB IV HASIL dan PEMBAHASAN.....		50
4.1	Deskripsi Obyek Penelitian	50
4.2	Analisis Data	51
4.2.1	Statistik Deskriptif	51
4.2.2	Hasil Uji Asumsi Klasik	54
4.2.2.1	Uji Normalitas	54
4.2.2.2	Uji Multikolonieritas	57
4.2.2.3	Uji Autokorelasi	58
4.2.2.4	Uji Heteroskedastisitas	59
4.3	Uji Kelayakan Model	62
4.3.1	Uji F	62
4.3.2	Analisis Koefisien Determinasi (R^2)	63
4.3.3	Hasil Analisis Regresi Berganda	64
4.3.4	Pengujian Hipotesis (Uji t)	67
4.3.4.1	Pengujian Hipotesis 1	68
4.3.4.2	Pengujian Hipotesis 2	69
4.3.4.3	Pengujian Hipotesis 3	69

4.3.4.4 Pengujian Hipotesis 4	70
4.3.4.5 Pengujian Hipotesis 5	71
4.4 Pembahasan	73
BAB V PENUTUP	79
5.1 Kesimpulan	79
5.2 Keterbatasan Penelitian	81
5.3 Saran	81
DAFTAR PUSTAKA	83
LAMPIRAN-LAMPIRAN	86

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu 25
Tabel 4.1	Penentuan Sampel 50
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif 52
Tabel 4.3	Hasil Uji Normalitas <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov</i> .. 56
Tabel 4.4	Hasil Uji Multikolonieritas 57
Tabel 4.5	Hasil Uji Autokorelasi 59
Tabel 4.6	Hasil Uji Heteroskedastisitas (Uji Glejser) 61
Tabel 4.7	Hasil Perhitungan Uji F 62
Tabel 4.8	Hasil Perhitungan Koefisien Determinasi (R^2) 63
Tabel 4.9	Hasil Perhitungan Regresi Berganda 64
Tabel 4.10	Hasil Uji t 67
Tabel 4.11	Hasil Ringkasan Uji Hipotesis 72

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran.....	29
Gambar 2.2 Siklus Pertumbuhan dalam Perusahaan.....	34
Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas Grafik Histogram	54
Gambar 4.2 Hasil Uji <i>Normal P-P Plot of Regression Standardized</i> <i>Residual</i>	55
Gambar 4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas Grafik <i>Scatterplot</i>	60

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Daftar Perusahaan Sampel (Data Mentah)	86
Lampiran B Hasil Regresi Sebelum <i>Outlier</i> Dihilangkan	90
Lampiran C Hasil Regresi Setelah <i>Outlier</i> Dihilangkan	97

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dewasa ini perusahaan-perusahaan yang mempunyai rencana ekspansi membutuhkan tambahan dana dari pihak eksternal baik melalui kreditor maupun penjualan saham di pasar modal. Hal ini menjadi pertimbangan oleh bank selaku kreditor dan investor apakah perusahaan memiliki prospek pertumbuhan seperti laba dan aset. Bagi kreditor dengan pemberian pinjaman kepada perusahaan yang memiliki prospek keuntungan akan memberikan bunga diluar pinjaman pokok, sedangkan bagi investor modal yang ditanamkan kepada perusahaan dapat memberikan return yang maksimal. Maka perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan pada kinerja bisnis akan sangat diminati.

Sampai saat ini, pertimbangan pertumbuhan laba sering dilakukan untuk mengukur kinerja bisnis. Namun disamping laba, ada alat pengukuran yang lebih bermanfaat dan sering digunakan sebagai alat pengukuran kemampuan keuangan pada sebuah organisasi yaitu *Sustainable Growth Rate (SGR)*. Konsep *sustainable growth rate* dikembangkan oleh Higgins (1981) menunjukkan bahwa kebijakan keuangan tiap perusahaan berbeda sesuai dengan sasaran pertumbuhannya sehingga konsep tersebut digunakan sebagai pengatur kebijakan keuangan dan sasaran pertumbuhan yang sesuai. Pertumbuhan penjualan disertai laba dapat meningkatkan aset lalu kenaikan dalam aset tanpa pengeluaran modal merupakan

syarat pertumbuhan, tiap aset yang naik harus didanai dengan tambahan kewajiban atau dari laba ditahan sehingga bila kebijakan keuangan tidak diubah maka tingkat pertumbuhan modal pemegang saham akan membatasi pertumbuhan penjualan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa terdapat ketidaksinkronan khususnya antara pertumbuhan penjualan (elemen operasi) dengan struktur modal (elemen keuangan) yang memiliki arah berbeda dalam menilai suatu kebijakan dalam perusahaan.

Sustainable growth rate ialah tingkat maksimum dimana penjualan perusahaan bisa naik tanpa kehabisan sumber daya keuangan (Higgins, 1992). Menurut Lockwood dan Prombutr (2010) *Sustainable Growth Rate* (SGR) adalah metrik multifaset yang dapat dibagi menjadi komponen terpisah yang mencerminkan kebijakan retensi perusahaan (*retention rate*), kemampuan menahan biaya (*net profit margin*), efisiensi pemanfaatan aset (*assets turnover*), dan strategi pembiayaan (*financial leverage*), yang semuanya merupakan kunci penentu kinerja perusahaan. Alasan utama *sustainable growth rate* dinilai sangat bermanfaat karena dapat mengkombinasikan elemen operasi (*profit margin* dan efisiensi aset) dan elemen keuangan (struktur modal dan tingkat retensi) ke dalam satu ukuran yang komprehensif (Amouzes, *et al.*, 2011).

Actual growth rate dalam penjualan merupakan persentase perubahan dari penjualan dalam satu periode ke periode berikutnya. Menurut Higgins (1992) *actual growth rate* di bawah dari *sustainable growth rate* yang berarti perusahaan punya lebih dari cukup modal untuk memenuhi kebutuhan investasinya dan menghendaki kenaikan dalam aset likuid, pengurangan dalam *leverage* atau

kenaikan dalam dividen. Tingkat pertumbuhan aktual dalam penjualan sedikit berbeda dari *sustainable growth rate* yang tidak tetap dengan kebijakan keuangan. Saat perusahaan memiliki cukup modal untuk investasi, maka perusahaan akan mengambil keputusan yang jelas dalam menentukan penggunaannya untuk meningkatkan penjualan secara maksimum. Namun saat dilakukan penentuan komposisi di dalam unsur-unsur *sustainable growth rate* itu sendiri yang cenderung saling menekan dan tidak konsisten.

Apabila *sustainable growth rate* hanya memiliki kelebihan dalam penentuan penggunaan biaya peningkatan aset yang tepat, pertanyaannya: mengapa konsep *sustainable growth rate* yang dipenuhi berbagai elemen dapat mengakomodasi berbagai kepentingan baik manajer maupun investor. Benarkah konsep itu didorong motivasi untuk mengambil keuntungan yang berkelanjutan di masa depan. Hal tersebut mendorong pihak-pihak yang berkepentingan dalam perusahaan untuk mengetahui hubungan yang terjadi antara manfaat yang diterima dengan tingkat pertumbuhan penjualan pada perusahaan.

Menurut De Wet (2004) dalam Amouzesh, *et al.* (2011) konsep *sustainable growth rate* bernilai karena menekan hubungan antara empat unsur penyusun *sustainable growth rate* dengan *sustainable growth rate* itu sendiri. Salah satu hal tersebut menandakan bahwa dengan membuat kenaikan pinjaman pada perubahan kebijakan keuangan tentu akan dapat menaikkan *sustainable growth rate*. Namun hal tersebut juga akan mengurangi profitabilitas karena biaya bunga yang tinggi sehingga hubungan antara dua komponen tersebut akan saling menekan. Dengan demikian jelas bila perusahaan tidak mau menerbitkan saham

atau merubah profitabilitas, *asset turnover*, kebijakan keuangan atau kebijakan dividen, salah satu unsur *sustainable growth rate* maka hal tersebut membuat unsur *sustainable growth rate* yang lain juga dapat berubah akibat mendapat tekanan.

Dampak *sustainable growth rate* terhadap keuntungan investor dijelaskan pula oleh Lockwood dan Prombutr (2010) yang menyatakan bahwa apabila perusahaan berusaha untuk mencapai target rasio modal terstruktur, kenaikan ekuitas akan memicu peningkatan proporsional dalam utang, perusahaan enggan untuk menerbitkan saham baru saat *sustainable growth rate* sama dengan persentase perubahan ekuitas buku. Dengan demikian terbukti ada hubungannya dengan *return* saham berikutnya karena peningkatan modal tersebut digunakan untuk membiayai pertumbuhan aset dan penjualan. Hal ini bertentangan dengan teori yang mengatakan bahwa *actual growth rate* yang lebih rendah dari *sustainable growth rate* menunjukkan perusahaan punya lebih dari cukup modal untuk memenuhi kebutuhan investasinya dan menghendaki kenaikan dalam aset likuid, pengurangan dalam *leverage* atau kenaikan dalam dividen (Higgins, 1981). Hal tersebut menandakan bahwa pada kebijakan keuangan mengenai perubahan pinjaman khususnya menunjukkan arah yang berbeda pada kondisi keuangan mengenai tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan yang sama.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Amouzesh, *et al.* (2011) terhadap 54 perusahaan yang terdaftar di pasar keuangan Iran selama tahun 2006-2009. Mereka menyimpulkan bahwa deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* memiliki hubungan yang signifikan dengan *Return on Asset (ROA)* dan *price*

to book ratio ratio. Namun tidak ada hubungan yang signifikan antara deviasi pada tingkat pertumbuhan aktual dari *sustainable growth rate* dengan rasio lancar dan *acid ratio*.

Data dalam penelitian ini diambil dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan ini berdasarkan pandangan bahwa BEI merupakan bursa efek satu-satunya di Indonesia dan mewakili profil perusahaan-perusahaan besar di Indonesia.

Mengacu pada berbagai penelitian yang telah dilakukan, maka penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kinerja yang difokuskan pada ROA dan *price to book ratio*, likuiditas yang difokuskan pada rasio lancar dan *acid ratio*, dan *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Berdasarkan pandangan di atas maka penelitian ini berjudul : “ Pengaruh Hubungan Kinerja, Likuiditas dan *Return* Saham Terhadap Deviasi *Actual Growth Rate* Dari *Sustainable Growth Rate* Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia “

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan sebelumnya, pokok permasalahan yang akan diteliti dalam penelitian ini dijabarkan dengan ukuran sebagai berikut :

1. Apakah *Return on Assets* (ROA) berpengaruh signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* ?

2. Apakah *price to book ratio* berpengaruh signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* ?
3. Apakah rasio lancar berpengaruh signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* ?
4. Apakah *acid ratio* berpengaruh signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* ?
5. Apakah *return* saham berpengaruh signifikan terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* ?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas maka penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut:

1. Menganalisis dan memberikan bukti empiris pengaruh signifikan *Return on Assets (ROA)* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.
2. Menganalisis dan memberikan bukti empiris pengaruh signifikan *price to book ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.
3. Menganalisis dan memberikan bukti empiris pengaruh signifikan rasio lancar terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.
4. Menganalisis dan memberikan bukti empiris pengaruh signifikan *acid ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

5. Menganalisis dan memberikan bukti empiris pengaruh signifikan *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Diharapkan dari hasil penelitian ini dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Memberikan masukan bagi pihak-pihak yang berkepentingan dengan investasi dalam pasar modal khususnya investor terutama dalam pertimbangan mengenai ekspektasi dari kinerja, ketersediaan likuiditas dan *return* perusahaan.
2. Memberikan masukan kepada perusahaan dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan operasi dan keuangan berkenaan dengan rencana tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan.
3. Dapat menjadi referensi dan pedoman bagi penelitian-penelitian selanjutnya, terutama yang berkaitan dengan masalah pengukuran tingkat pertumbuhan penjualan suatu perusahaan.

1.4 Sistematika Penulisan

Penulisan dalam penelitian ini akan disusun berdasarkan sistematika sebagai berikut:

1. Bab I : Pendahuluan

Dalam bab ini akan diuraikan secara garis besar mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah yang diangkat dalam penelitian, tujuan dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.

2. Bab II : Tinjauan Pustaka

Dalam bab ini akan diuraikan mengenai teori-teori yang melandasi penelitian ini. Di dalamnya terdapat penelitian-penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan hipotesis penelitian.

3. Bab III : Metode Penelitian

Bab ini berisi tentang variabel penelitian dan definisi operasional variabel yang diperlukan dalam penelitian, penentuan besarnya sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis yang akan digunakan untuk pengujian data.

4. Bab IV : Hasil dan Pembahasan

Dalam bab ini akan dijelaskan tentang deskripsi objek penelitian meliputi perkembangan pasar modal Indonesia, keadaan PT. Bursa Efek Indonesia, gambaran umum perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian, dan analisis data disertai dengan pembahasannya.

5. Bab V : Penutup

Dalam bab ini akan ditarik kesimpulan tentang hasil penelitian serta saran yang sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Sustainable Growth Rate*

Pertumbuhan penjualan perusahaan menjadi sesuatu yang harus dimaksimalkan oleh kebanyakan *top management* alasannya dengan adanya pertumbuhan maka pangsa pasar perusahaan dan keuntungan perusahaan juga akan meningkat. Namun pertumbuhan tidak selalu menguntungkan dari sudut pandang *finance*. Pertumbuhan yang cepat dapat menyebabkan kebangkrutan (Van Horne dan Wachowicz, 2009). Pertumbuhan yang terlalu cepat dapat memberikan tekanan yang besar pada sumber daya perusahaan sehingga dapat menurunkan aset likuid di masa depan.

Di lain sisi perusahaan yang tumbuh terlalu lambat tentu dapat merugikan para stakeholder yang mempunyai ekspektasi tertentu terhadap perusahaan. Oleh karenanya, kebijakan keuangan pada banyak perusahaan mungkin berbeda tergantung pada sasaran pertumbuhannya. *Sustainable growth rate* sangat bermanfaat karena mengkombinasikan elemen operasi (*profit margin* dan efisiensi aset) dan elemen keuangan (struktur modal dan tingkat retensi) ke dalam satu ukuran yang komprehensif. Dengan menggunakan *sustainable growth rate*, manajer dan investor dapat mengukur apakah rencana pertumbuhan perusahaan di

masa depan realistis didasari pada kinerja dan kebijakan di masa berjalan atau tidak (Pandit dan Tejani, 2011).

Higgins (1992) menjelaskan bahwa *Sustainable Growth Rate* (SGR) merupakan tingkat maksimum dimana penjualan perusahaan dapat meningkat tanpa menghabiskan sumber daya keuangan. Dalam menentukan formulasi pengungkapan ketergantungan pertumbuhan penjualan pada sumber daya keuangan, diasumsikan bahwa (Higgins, 1992) : (1) Perusahaan ingin tumbuh secepat kondisi pasar bila memungkinkan, (2) Manajemen tidak mampu atau tidak mau untuk menjual saham baru, (3) Perusahaan memiliki target struktur modal dan kebijakan dividen yang dipertahankan. Peningkatan penjualan membutuhkan aset baru yang didanai oleh sumber keuangan perusahaan baik dari kenaikan kewajiban dan laba ditahan dengan asumsi perusahaan tidak akan menjual saham.

Dengan asumsi bahwa bisnis terus berkembang baik ekuitas dan kewajiban akan meningkat secara proporsional tanpa mengubah struktur modal dan secara bersama-sama pertumbuhan kewajiban dan ekuitas menentukan tingkat pertumbuhan aset. Lalu pada akhirnya *sustainable growth rate* akan dibatasi oleh ekuitas pemilik yang mengembang, sehingga *sustainable growth rate* merupakan laju dari pertumbuhan ekuitas.

$$\text{Sustainable growth rate (SGR)} = \frac{\text{Perubahan ekuitas}}{\text{Ekuitas awal periode}} \quad (2.1)$$

Diasumsikan perusahaan tidak menerbitkan saham baru, perubahan ekuitas di atas sama dengan laba, dimana R adalah tingkat retensi perusahaan yaitu proporsi laba ditahan.

$$SGR = R \times \left(\frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Ekuitas awal periode}} \right) \quad (2.2)$$

Laba bersih setelah pajak dibandingkan dengan ekuitas awal periode merupakan representasi dari ROE. Sehingga pengembangan persamaannya menjadi :

$$SGR = R \times ROE \quad (2.3)$$

ROE yang tinggi merepresentasikan pendapatan perusahaan atas peluang investasi dan keefektivitasan manajemen biaya. Namun ROE yang tinggi hanya merupakan hasil dari asumsi risiko keuangan yang berlebihan, jika perusahaan telah memilih untuk menerapkan tingkat utang yang tinggi berdasarkan standar industri (Van Horne dan Wachowicz, 2009). Untuk dapat menganalisis tingkat ROE lebih terperinci dapat menggunakan pendekatan Du Pont, yaitu penguraian ukuran kinerja menjadi rasio komponen :

$$ROE = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Penjualan bersih}} \times \frac{\text{Penjualan bersih}}{\text{Total aktiva}} \times \frac{\text{Total aktiva}}{\text{Ekuitas}} \quad (2.4)$$

$$ROE = \text{Marjin laba} \times \text{Pemanfaatan aset} \times \text{financial leverage} \quad (2.5)$$

$$SGR = R \times P \times A \times T \quad (2.6)$$

Dimana :

SGR = *Sustainable growth rate*

P = *Profit margin ratio*

R = *Retention rate*

A = *Asset turnover ratio*

T = *Asset to equity ratio*

Persamaan di atas menyatakan bahwa *sustainable growth rate* yaitu g harus sama dengan empat rasio tersebut. Kebijakan operasi diringkas oleh rasio P dan A, sedangkan kebijakan keuangan perusahaan digambarkan oleh rasio R dan T. Menurut Higgins (dikutip dari Amouzesh, 2011), tingkat maksimum pertumbuhan penjualan yang dapat dicapai dengan pemanfaatan aset, profitabilitas yang diberikan, pembayaran dividen dan *leverage* keuangan perusahaan. Kebijakan perusahaan dalam menentukan dividen terlihat dalam tingkat retensi (R). Dan rasio aset terhadap ekuitas (T) memperlihatkan kebijakan *leverage* perusahaan. Implikasi dari persamaan tersebut bahwa tingkat pertumbuhan penjualan konsisten dengan kestabilan dari empat rasio tersebut. Jika tingkat pertumbuhan penjualan melebihi *sustainable growth rate* maka satu atau lebih dari satu rasio harus berubah. Maka ketika tingkat penjualan melebihi *sustainable growth rate*, perusahaan telah meningkatkan operasi (dengan peningkatan margin keuntungan atau rasio perputaran aset) atau perusahaan sedang bersiap untuk

mengubah kebijakan keuangan (dengan peningkatan rasio retensi atau *leverage* perusahaan).

Pada persamaan dasar *sustainable growth rate* menurut Higgins (1992) di atas ROE diasumsikan menggunakan ekuitas di awal periode tahun, sedangkan persamaan *sustainable growth rate* menurut Ross, *et al.* mengasumsikan penggunaan ekuitas di akhir periode tahun. Kekeliruan penggunaan periode ekuitas pada ROE diantara kedua persamaan *sustainable growth rate* tersebut dapat menyebabkan ketidaktepatan *sustainable growth rate* (Angell, 2011). Persamaan *sustainable growth rate* menurut Ross, *et al.* (2002) ditunjukkan seperti di bawah ini :

$$SGR = \frac{R \times ROE}{1 - (R \times ROE)} \quad (2.7)$$

Dimana :

SGR = *Sustainable growth rate*

R = *Retention rate*

ROE = *Return on equity*

SGR pada tiap perusahaan ditentukan oleh empat faktor (Ross, *et al.*, 2002) : 1) *profit margin*. Kenaikan dalam *profit margin* menaikkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dana-dana dari internal dan dengan demikian menaikkan *sustainable growth*-nya. 2) *net asset turnover*. Kenaikan dalam *net asset turnover* perusahaan menaikkan penjualan yang dihasilkan tiap asetnya, hal ini

menurunkan kebutuhan perusahaan untuk aset karena penjualan tumbuh yang dengan demikian menaikkan SGR. 3) Kebijakan keuangan. Kenaikan dalam *debt / equity ratio* menaikkan *leverage* keuangan perusahaan dan sejak ini membuat pembiayaan utang tambahan tersedia, itu menaikkan SGR dan 4) Kebijakan dividen. Penurunan dalam persentase pada laba bersih setelah pajak yang dibayarkan sebagai dividen menaikkan tingkat retensi dan selanjutnya menaikkan modal yang dihasilkan secara internal sehingga menaikkan *sustainable growth rate*.

Sustainable growth rate juga didefinisikan sebagai tingkat maksimum dimana penjualan dapat tumbuh tanpa mengubah baik kebijakan operasi maupun keuangan. *Sustainable growth rate* dapat ditingkatkan dengan meningkatkan kinerja operasi maupun keuangan perusahaan. Menurut Platti, *et al.* (1995) *sustainable growth rate* didefinisikan sebagai tingkat dimana penjualan perusahaan dan aset dapat tumbuh jika perusahaan tidak menerbitkan saham baru dan ingin mempertahankan struktur permodalan. Sehingga analisis *sustainable growth rate* dapat mengidentifikasi target tingkat pertumbuhan dimana terdapat tekanan-tekanan dan pertumbuhan tak terkendali yang menyebabkan kurangnya kinerja yang optimal dan / atau kesulitan keuangan (Fonseka, *et al.*, 2012).

Konsep *sustainable growth* dikembangkan dalam kerangka waktu diskrit dan diperpanjang untuk kerangka waktu yang kontinu (Higgins, 1981). Konsep tersebut mengasumsikan bahwa perusahaan tidak mengeluarkan modal baru dan sebagian laba ditahan dan utang diinvestasikan dalam aset. Aset ini membantu meningkatkan penjualan, yang akhirnya dapat meningkatkan laba perusahaan. Penelitian Clark, *et al.* (1985) menunjukkan bahwa *sustainable growth rate* dapat

digunakan untuk perencanaan strategis. Sehingga SGR dapat dijadikan pedoman untuk dijadikan perencanaan keuangan dalam jangka panjang.

Huang dan Liu (2009) menunjukkan bahwa rencana keuangan dari pertumbuhan berkelanjutan berarti pertumbuhan aktual pada penjualan (*actual growth rate*) harus diselaraskan dengan sumber daya baik pertumbuhan yang lebih cepat atau lambat yang dapat menimbulkan krisis baik keuangan maupun kelangsungan hidup perusahaan. Untuk jangka panjang, *Actual Growth Rate* (AGR) yang lebih tinggi di atas *sustainable growth rate* dapat menciptakan masalah yang tidak sehat bagi perusahaan sehingga langkah antara lain menjual ekuitas, menaikkan harga jual dan melikuidasi unit operasi marjinal. Hal ini dikarenakan ketidakmampuan dalam mengelola dan mengendalikan serta memburuknya kemampuan pendanaan sehingga dapat membebani perusahaan. Sebaliknya, saat *actual growth rate* lebih kecil dari *sustainable growth rate* maka langkah pengelolaan keuangan ialah menemukan penggunaan produktif atas kelebihan kas.

Deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* merupakan selisih antara *actual growth rate* dengan *sustainable growth rate*. Hal tersebut menunjukkan apakah *actual growth rate* telah ideal bila mengacu pada *sustainable growth rate*. Selanjutnya manajemen dapat melakukan perubahan kebijakan operasi maupun keuangan mengenai hal tersebut. Hal tersebut karena *Sustainable Growth Rate* (SGR) adalah batas bagi pertumbuhan penjualan perusahaan yang dapat menunjukkan kepada manajemen dimana perusahaan akan menghentikan

pertumbuhannya (AGR) atau dimana mereka dapat meningkatkan *sustainable growth rate* (Raisch dan Vonkrogh, 2007).

2.1.2 Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Deviasi *Actual Growth Rate* dari *Sustainable Growth Rate*

Kinerja perusahaan merupakan suatu tampilan kondisi secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu, dimana hasil atau prestasi yang dipengaruhi oleh aktivitas operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya-sumber daya yang dimiliki (Helfert, 1996 dalam Ceacilia Srimindarti, Fokus Ekonomi, 2004: 53). Oleh sebab itu kinerja historis dipakai perusahaan untuk menentukan rencana-rencana perusahaan di masa yang akan datang. Melalui hasil kinerja ini juga berfungsi bagi pemilik perusahaan (*owner*) maupun calon investor. Penilaian kinerja sebagai alat pendeteksi awal yang digunakan investor dalam memilih alternatif investasi yang digunakan untuk memprediksikan kondisi perusahaan di masa yang akan datang. Sehingga dengan memprediksikan kondisi perusahaan dapat diukur pula tingkat pengembalian dari investasi.

Kinerja perusahaan dapat dilihat dari nilai tambah pasar yaitu selisih antara nilai pasar ekuitas dan nilai bukunya (Brealey, *et al.*, 2008). Jika perusahaan dapat menambah nilai, nilai pasar ekuitas akan lebih tinggi dari nilai buku. Sebaliknya perusahaan mengurangi nilai, bila nilai buku lebih tinggi dari nilai pasar ekuitas. *Price to book ratio (P/B ratio)* digunakan untuk membandingkan antara nilai pasar dengan nilai buku perusahaan. Melalui

pengukuran kinerja dengan nilai pasar dapat mengukur ekspektasi investor terhadap perusahaan.

Indikator kinerja lain dapat berupa ukuran nilai riil perusahaan. Barkham, *et al.* (1960) dalam Wicklund (1999) menegaskan bahwa pertumbuhan penjualan merupakan indikator kinerja yang sangat lazim dan telah menjadi konsensus sebagai ukuran dimensi pertumbuhan terbaik. Lebih lanjut, Wicklund (1999) menambahkan bahwa pertumbuhan, dipicu oleh naiknya atas permintaan produk yang ditawarkan perusahaan yang berarti naiknya penjualan. Pertumbuhan penjualan dapat meningkatkan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan laba. Pengukuran kemampulabaan dimaksudkan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan untuk mengetahui seberapa jauh perusahaan dikelola secara efektif. Indikator kemampulabaan yang digunakan mengadopsi penelitian dari Shareder, *et al.* (1989); Rue dan Ibrahim (1998) yakni ROA (ROI). ROA (*Return on Assets*) dihitung dari keuntungan neto sesudah pajak EAT (*Earning After Tax*) dibagi jumlah aktiva (Total Aset).

Sistem atau pengukuran *sustainable growth rate* dapat dibagi menjadi komponen terpisah yang merepresentasikan kebijakan retensi perusahaan, kemampuan menahan biaya, efisiensi pemanfaatan aset, dan strategi pembiayaan, yang semuanya merupakan kunci penentu kinerja perusahaan (Lockwood dan Prombutr, 2010). Penentuan *Sustainable growth rate* melalui kinerja akan menentukan kebijakan operasi dan keuangan perusahaan yang akan diambil. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2009), kondisi keuangan dan kinerja

perusahaan memengaruhi jenis pendanaan yang seharusnya digunakan. Pendanaan tersebut baik dapat berupa pendanaan internal maupun eksternal.

Kinerja diproksikan dengan ROA dan *price to book ratio*, dalam menguji pengaruhnya terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Peningkatan ROA akan meningkatkan *net profit margin* sehingga akan menaikkan *sustainable growth rate*. Kenaikan *sustainable growth rate* tersebut akan menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Sebaliknya, ROA yang turun akan menurunkan *net profit margin* sehingga akan menurunkan *sustainable growth rate*. Penurunan *sustainable growth rate* akan menaikkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Hal ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Amouzes, *et al.* (2011) yang menguji pengaruh ROA terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* yang menunjukkan hasil bahwa terdapat pengaruh signifikan dan negatif.

Price to book ratio memiliki unsur nilai pasar karena merupakan perbandingan antara harga pasar per lembar saham (harga saham) dengan nilai buku per lembar saham. Kenaikan harga saham meningkatkan ekspektasi investor untuk mendapatkan dividen sehingga terjadi kenaikan *dividen payout ratio* sehingga akan menurunkan *retention rate*. Penurunan *retention rate* akan menurunkan *sustainable growth rate* sehingga menaikkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Begitu pula sebaliknya, *price to book ratio* yang turun akan menaikkan *retention rate* sehingga akan menaikkan *sustainable growth rate*. Kenaikan *sustainable growth rate* tersebut akan menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh

positif *price to book ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

2.1.3 Pengaruh Likuiditas terhadap Deviasi *Actual Growth Rate* dari *Sustainable Growth Rate*

Analisis keuangan berupa pengukuran rasio salah satunya dapat melalui pengukuran rasio likuiditas. Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban (liabilitas) jangka pendek. Rasio ini membandingkan kewajiban jangka pendek dengan sumber jangka pendek untuk memenuhi kewajiban tersebut. Semakin besar likuiditas perusahaan, semakin kuat kondisi keuangan keseluruhan perusahaan dan semakin besar profitabilitas perusahaan, semakin berisiko jenis pendanaan yang dapat timbul (Van Horne dan Wachowicz, 2009). Sehingga, pendanaan utang menjadi lebih menarik seiring dengan adanya peningkatan likuiditas, kondisi keuangan dan profitabilitas lebih menarik. Dari rasio ini dapat diperoleh pandangan tentang keadaan solvabilitas kas pada saat ini dan kemampuan perusahaan untuk tetap mempertahankan solvabilitasnya. Rasio-rasio likuiditas diantaranya rasio lancar dan *acid ratio* (rasio cepat).

Likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aset lancar yaitu aset yang mudah untuk diubah menjadi kas yang meliputi kas, surat berharga, piutang, persediaan (Sartono, 2001). Dengan rasio lancar dapat menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar liabilitas jangka pendeknya menggunakan aset

lancarnya. Semakin tinggi rasio lancar, maka semakin besar kemampuan perusahaan membayar liabilitasnya. Namun ukuran tersebut masih kasar dan belum menganalisa likuiditas pada setiap komponen aktiva lancar.

Likuiditas ialah kemampuan aktiva diubah menjadi kas tanpa penurunan harga yang berarti. Likuiditas memiliki dua dimensi yaitu waktu yang dibutuhkan untuk merubah aktiva menjadi kas dan kepastian harga yang direalisasi (Van Horne dan Wachowicz, 2009). Pengukuran dengan acid ratio yang meniadakan persediaan karena menurut dimensi kepastian harga yang direalisasi persediaan kurang pasti sehingga aktiva lancar selain persediaan lebih likuid. Likuiditas merupakan kemampuan untuk menjual suatu aset guna mendapatkan kas pada waktu yang singkat. Setiap industri mempunyai tingkat aset yang likuid yang berbeda. Secara umum persediaan dapat dikatakan cukup likuid, namun perusahaan yang bergerak seperti dalam bidang industri properti mengartikan cukup tidak likuid karena memerlukan waktu relatif lama dalam menemukan pembeli, menegosiasiasikan harga dan cara pembayaran.

Likuiditas menjadi pertimbangan utama dalam menentukan kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Sartono, 2001). Kemampuan meminjam dalam jangka pendek juga akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Kemampuan meminjam yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen (Sartono, 2001). Sehingga kebijakan dividen tersebut akan menentukan tingkat perbandingan laba bersih setelah pajak yang

masuk menjadi laba ditahan (*retention rate*). Melalui laba ditahan dapat menaikkan kekayaan bersih perusahaan dan perusahaan dapat meminjam dana untuk meningkatkan operasi perusahaan (Amouzes, *et al.*, 2011).

Dalam menguji pengaruhnya terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*, likuiditas diproksikan dengan rasio lancar dan *acid ratio*. Peningkatan rasio lancar dapat meningkatkan *financial leverage* sehingga dapat meningkatkan *sustainable growth rate*. Kenaikan *sustainable growth rate* dapat menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Begitu pula sebaliknya, penurunan rasio lancar akibat menurunnya aset lancar akan menurunkan *financial leverage* sehingga *sustainable growth rate* akan menurun. *Sustainable growth rate* yang menurun akan meningkatkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Hal ini menandakan terdapat pengaruh negatif dari rasio lancar terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Amouzes, *et al.* (2011) yang menguji hubungan antara rasio lancar dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* yang menunjukkan terdapat hubungan negatif.

Acid ratio merepresentasikan aset lancar yang dikurangi persediaan dibanding liabilitas lancar. Aset lancar tanpa persediaan menandakan aliran kas masuk yang berasal dari penjualan. Kenaikan *acid ratio* akan menaikkan *actual growth rate* sehingga akan menaikkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Sebaliknya, *acid ratio* yang turun akan menurunkan *actual growth rate* sehingga akan menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable*

growth rate. Hal ini menunjukkan adanya pengaruh positif dari *acid ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

2.1.4 Pengaruh *Return Saham* terhadap Deviasi *Actual Growth Rate* dari *Sustainable Growth Rate*

Investasi merupakan komitmen penempatan sejumlah dana untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Dapat dikatakan bahwa motivasi utama investor dalam melakukan investasi adalah untuk memperoleh *return* (tingkat pengembalian) investasi sesuai dengan ekspektasi pada tingkat risiko tertentu (Fitriati, 2010). Tingkat keuntungan yang dinikmati oleh investor atas suatu investasi yang dilakukannya disebut *return*. Dan investor tentunya tidak akan melakukan investasi jika tanpa adanya ekspektasi akan *return* yang diperoleh di masa yang akan datang.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Jogiyanto, 2003). Terdapat beberapa metode pengukuran *return* dalam melakukan investasi, salah satunya adalah *return total*. *Return total* merupakan return keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. *Return total* terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield* sebagai berikut ini :

$$Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield \quad (2.8)$$

Capital gain atau *capital loss* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu :

$$\text{Capital gain (loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (2.9)$$

Jika harga investasi sekarang (P_t) lebih tinggi dari harga investasi periode lalu (P_{t-1}) ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), sebaliknya terjadi kerugian modal (*capital loss*).

Yield merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Untuk saham, *yield* adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Untuk obligasi, *yield* adalah prosentase bunga pinjaman yang diperoleh terhadap harga obligasi periode sebelumnya. Dengan demikian, *return total* dapat juga dinyatakan sebagai berikut ini :

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \text{Yield} \quad (2.10)$$

Untuk saham biasa yang membayar dividen periodik sebesar rupiah per-lembarnya, maka *yield* adalah sebesar / dan *return total* dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \quad (2.11)$$

Capital gain (loss) dapat terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder sedangkan dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham (emiten) atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. *Sustainable growth rate* merupakan faktor yang lebih berpandangan ke masa depan, yang mungkin digunakan investor dalam membentuk ekspektasi

(Lockwood dan Prombutr, 2010). Hal ini berkaitan dengan kemampuan *sustainable growth rate* dalam mengukur pertumbuhan penjualan di masa depan sehingga membentuk penilaian investor terhadap perusahaan.

Dengan ekspektasi bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Ekspektasi tersebut dapat terlihat melalui peningkatan laba. Laba yang meningkat dapat meningkatkan *net profit margin* sehingga dapat meningkatkan *sustainable growth rate*. Peningkatan *sustainable growth rate* tersebut dapat menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Begitu pula sebaliknya, penurunan *return* saham berarti kinerja perusahaan sedang lesu sehingga laba dapat menurun. Laba yang menurun tercermin pada menurunnya *net profit margin* sehingga *sustainable growth rate* dapat menurun. *Sustainable growth rate* yang menurun membuat deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Hal ini juga terbukti dari penelitian yang dilakukan oleh Lakonishok, *et al.* (1994) yang menguji hubungan *return* saham dengan tingkat pertumbuhan penjualan dimana hasil penelitian tersebut menunjukkan hubungan yang negatif. Hal ini menandakan bahwa dengan peningkatan *return* saham akan menurunkan *actual growth rate* sehingga akan menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Begitu pula sebaliknya penurunan *return* saham akan meningkatkan *actual growth rate* sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* akan naik. Hal diatas menandakan terdapat pengaruh negatif *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

2.2 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Penelitian	Variabel	Alat Statistik	Hasil Penelitian
1	<i>Sustainable growth rate and firm performance : Evidence from Iran stock exchange (2011).</i> Nasrollah Amouzesh – Departement of Accounting, Gachsaran Branch Islamic Azad University, Gachsaran, Iran, Zahra Moeinfar, Zahra Mousavi	$x_1 = \text{firm performance}$ $x_2 = \text{liquidity}$ $y = \text{deviasi actual growth rate dari sustainable growth rate}$	analisis korelasi Pearson	Deviasi tingkat pertumbuhan aktual dari <i>sustainable growth rate</i> memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja perusahaan. Namun tidak ada hubungan yang signifikan antara deviasi pada tingkat pertumbuhan aktual dari <i>sustainable growth rate</i> dengan likuiditas.
2	<i>Sustainable growth and stock</i>	$x = \text{stock return}$	<i>t-test</i>	<i>Sustainable growth</i> mempunyai

	<p><i>returns</i> (2010). Larry Lockwood – Texas Christian University and Wikrom Prombutr – University of North Carolina at Pembroke.</p>	<p>y = <i>sustainable growth rate</i></p>		<p>pengaruh yang negatif terhadap risiko <i>default</i>, <i>book to market ratio</i> dan <i>return</i> berikutnya.</p>
3	<p><i>A new application of sustainable growth; A multi- dimensional framework for evaluating the long run performance of bank mergers</i> (2005). Gerrad T. Olson and Michael S. Pagano – Villanova University</p>	<p>x 1 = kinerja operasi x 2 = <i>stock performance</i> y = <i>sustainable growth rate</i></p>	OLS regressions	<p><i>Sustainable growth rate</i> berpengaruh signifikan dalam return saham pada kinerja bank merger yang abnormal, diperkirakan bank memperolehnya sebelum akuisisi, perubahan pasca- akuisisi dan <i>dividend pay out ratio</i>.</p>

2.3 Kerangka Pemikiran

Pada dasarnya penelitian ini berhubungan dengan faktor-faktor penyusun dari konsep *sustainable growth rate* yaitu kebijakan operasi melalui kinerja dan kebijakan keuangan melalui likuiditas dan *return* saham. Namun pada penelitian ini faktor-faktor penyusun tersebut digunakan untuk melihat deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*, yaitu perbedaan nilai antara tingkat persentase perubahan penjualan dengan *sustainable growth rate*. Hal tersebut dikarenakan *sustainable growth rate* merupakan konsep dimana tingkat persentase perubahan penjualan dapat maksimum tanpa perusahaan kehabisan sumber daya keuangan sehingga dianggap sebagai pengukuran yang ideal. Kemudian beberapa faktor yang mempengaruhi deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* adalah kinerja (ROA dan *price to book ratio*), likuiditas (rasio lancar dan *acid ratio*) dan *return* saham. Tentunya ada faktor lain yang mempengaruhi deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*, tetapi mengacu pada penelitian terdahulu dimana penelitian-penelitian tersebut dijadikan acuan dalam membangun kerangka teoritis dalam penelitian ini, maka rasio-rasio tersebut dipilih sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Dalam penelitian ini, sesuai dengan telaah pustaka, maka dapat disusun suatu logika bahwa ROA yang dijadikan sebagai proksi variabel kinerja mempunyai hubungan yang negatif terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Semakin besar ROA, maka akan meningkatkan *sustainable growth rate* sehingga akan menurunkan deviasi *actual growth rate*

dari *sustainable growth rate*. Namun jika ROA menurun, maka *sustainable growth rate* akan ikut turun sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* menjadi naik. Kemudian variabel kinerja lain yang diproksikan dengan *Price to Book Ratio* (PBR) yaitu perbandingan harga pasar (saham) per lembar dengan nilai buku per lembar berpengaruh positif terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Semakin besar PBR akan berakibat menurunnya *sustainable growth rate* sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* naik. Begitu juga sebaliknya, jika PBR semakin kecil, maka *sustainable growth rate* akan turun sehingga membuat naiknya deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

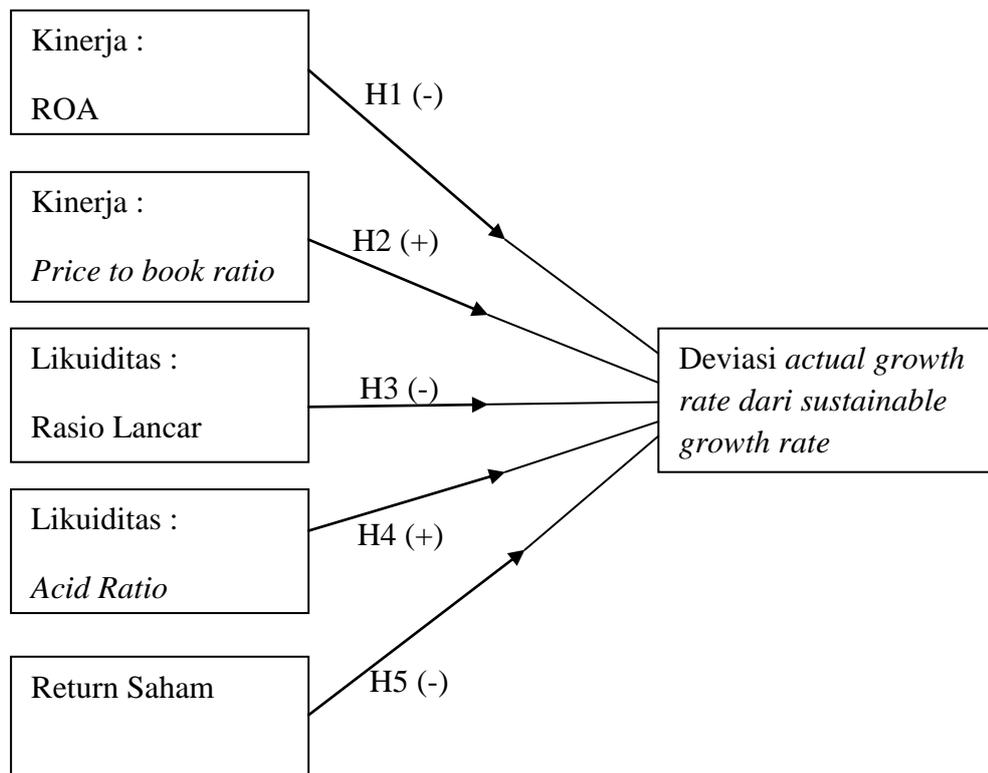
Rasio Lancar (RL) dijadikan sebagai proksi likuiditas berpengaruh negatif terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Jika rasio lancar naik, maka *sustainable growth rate* akan naik sehingga menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Begitu juga sebaliknya, jika rasio lancar turun maka *sustainable growth rate* akan turun sehingga menaikkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Kemudian likuiditas lain yang diproksikan dengan *Acid Ratio* (AR) berpengaruh positif dengan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Semakin besar *acid ratio* akan meningkatkan *actual growth rate* sehingga akan meningkatkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Namun jika *acid ratio* turun maka *actual growth rate* semakin menurun sehingga akan menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Variabel dengan proksi *Return Saham* mempunyai pengaruh negatif terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable*

growth rate. Jadi semakin tinggi *return* saham, maka semakin tinggi pula *sustainable growth rate* sehingga menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*. Begitupula sebaliknya, jika *return* saham turun, maka *sustainable growth rate* akan mengalami penurunan sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* meningkat.

Dengan demikian, kerangka pemikiran pengaruh kinerja (ROA dan *price to book ratio*), likuiditas (rasio lancar dan *acid ratio*) dan *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009 – 2011 dapat dilihat pada gambar 2.1 berikut ini.

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Penelitian



2.6 Hipotesis

2.6.1 Pengaruh ROA terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Kinerja perusahaan terlihat dari besarnya laba yang diraih selama setahun masa operasi perusahaan. Rasio ROA yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset (kekayaan) yang dimiliki perusahaan telah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut (Hanafi dan Halim, 2004). Dalam analisis laporan keuangan *Return on Assets* (ROA) merupakan bagian dari rasio profitabilitas atau pengukuran kinerja keuangan perusahaan. Karena rasio ini terdiri dari laba ditahan dan total aset maka bila terjadi efektivitas dan efisiensi dalam penggunaan aset berdasarkan jumlah laba dapat meningkatkan ROA. Begitu pula sebaliknya, bila terjadi ketidakefektifitasan dan ketidakefisienan dalam penggunaan aset berdasarkan jumlah laba ROA dapat menurun.

Kenaikan laba akan meningkatkan ROA lalu dialokasikan ke laba ditahan untuk meningkatkan kekayaan bersih. Kenaikan laba ditahan (*retention rate*) dapat meningkatkan *sustainable growth rate* sehingga menurunkan deviasi *actual growth rate* dari *actual growth rate*. Kemudian peningkatan kekayaan bersih dapat menjadi pendorong untuk perusahaan melakukan peminjaman. Peminjaman tersebut dapat menaikkan aset yang kemudian SGR pun meningkat. Kenaikan aset untuk operasi perusahaan tersebut dapat meningkatkan laba.

H1 : Terdapat pengaruh negatif dan signifikan ROA terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

2.6.2 Pengaruh *price to book ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Laba perusahaan yang prospektif dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hal ini terlihat dari harga saham yang ada di pasar saham. *Price to book ratio* diperoleh dengan membagi harga pasar saham dengan nilai buku per saham. Investor menggunakan rasio ini untuk mengetahui seberapa kali sebuah saham untuk setiap nilai buku per sahamnya. Fungsinya untuk melihat apakah sebuah saham saat ini sudah diperdagangkan di harga yang sudah mahal, masih murah atau masih wajar menurut rata-rata historisnya dan untuk menentukan mahal atau murahnya sebuah saham saat ini berdasarkan perkiraan harga wajar untuk periode satu tahun mendatang.

Peningkatan nilai pasar perusahaan akan meningkatkan nilai jual perusahaan, hal ini akan meningkatkan ekuitas untuk meningkatkan aset serta operasi perusahaan. Peningkatan nilai pasar ini mendorong perusahaan memperbesar dividen yang dapat memperkecil *retention rate*. Hal tersebut menurunkan *sustainable growth rate* sehingga meningkatkan deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

H2 : Terdapat pengaruh positif dan signifikan *price to book ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

2.6.3 Pengaruh rasio lancar terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Rasio lancar merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar liabilitas jangka pendeknya menggunakan aset lancar yang dimiliki. Rasio ini termasuk bagian rasio likuiditas yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi liabilitas keuangan jangka pendek (*short time debt*). Dijelaskan Van Horne dan Wachowicz (2009) bahwa sistem pembelanjaan yang baik rasio lancar harus berada pada batas 200%.

Persentase SGR perusahaan terdapat dari dua sumber, yakni dari peminjaman dana. Seperti dijelaskan Amouzesh, *et al.* (2011) bahwa *sustainable growth* bisa ditentukan dengan menaikkan *retention rate*, meningkatkan kekuatan laba (*profit margin*) dan pemanfaatan liabilitas yang dinaikan. Kenaikan rasio lancar menyebabkan peningkatan kekuatan laba karena pembiayaan liabilitas stabil. Selanjutnya dapat memperbesar *sustainable growth rate* sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* menurun.

H3 : Terdapat pengaruh negatif dan signifikan rasio lancar terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* dengan rasio lancar.

2.6.4 Pengaruh *acid ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Acid ratio atau *quick ratio* merupakan rasio yang lebih likuid dari rasio lancar dalam rasio likuiditas. *Acid ratio* ialah aset lancar dikurangi persediaan

sebelum dibagi dengan liabilitas lancar. Rasio ini lebih likuid karena sifat persediaan yang lebih sulit untuk digunakan untuk membayar liabilitas lancar daripada kas atau setara kas dan piutang. Sistem pembelanjaan yang baik *acid ratio* berada pada 100% (Van Horne dan Wachowicz, 2009).

Perhitungan aset lancar tanpa persediaan menunjukkan tingkat penjualan karena terdapatnya pos akun kas dan piutang. Apabila *acid ratio* turun maka *actual growth rate* akan turun sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* juga akan mengalami penurunan.

H4 : Terdapat pengaruh positif dan signifikan *acid ratio* terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

2.6.5 Pengaruh *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*

Menurut Hardiningsih (2000), return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* saham merupakan imbalan dari investasi saham oleh investor. Para investor yang menginginkan return dari saham perusahaan dapat berinvestasi di pasar modal. Komponen dari *return* saham ialah dividen dan *capital gain*. Dividen ialah bagian dari laba perusahaan yang dialokasikan untuk para pemegang saham. Sedangkan *capital gain* ialah keuntungan yang diterima investor akibat adanya selisih antara harga jual dan harga beli dari saham yang diperjualbelikan di pasar saham. *Stock return* (*return* saham) didefinisikan sebagai perubahan harga penutupan saham yang terjadi antara periode awal dan akhir

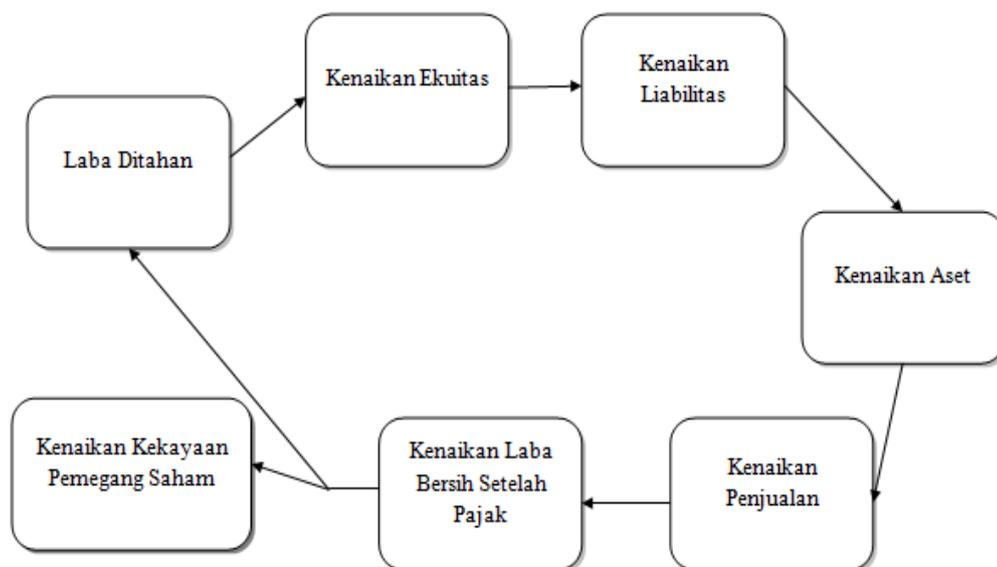
ditambah dengan dividen yang diterima kemudian dibagi dengan harga penutupan saham pada periode awal.

Investor saham yang menilai prospek dari peningkatan nilai aset maupun kekayaan bersih mempunyai ekspektasi dari investasi saham di masa depan. Ekspektasi *return* saham tersebut berupa dividen dan *capital gain*. Peningkatan *return* saham akan memberikan kepercayaan yang lebih kuat kepada perusahaan. Hal tersebut dapat membuat kinerja dan laba perusahaan dapat meningkat seperti ditunjukkan pada gambar 2.2. Dan *sustainable growth rate* pun ikut naik sehingga deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* akan menurun.

H5 : Terdapat pengaruh negatif dan signifikan *return* saham terhadap deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate*.

Gambar 2.2

Siklus Pertumbuhan dalam Perusahaan



(Sumber : Amouzes et al, 2011)

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

3.1.1 Variabel Penelitian

Variabel merupakan *construct* yang diukur dengan berbagai macam nilai untuk memberikan gambaran yang lebih nyata mengenai fenomena-fenomena (Indriantoro dan Supomo, 2002). Penentuan variabel pada hakikatnya merupakan operasionalisasi terhadap *construct*, yaitu upaya mengurangi abstraksi *construct* sehingga dapat diukur. Adapun variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- 1) *Deviasi actual growth rate dari sustainable growth rate*
- 2) ROA
- 3) *P/B ratio*
- 4) Rasio lancar
- 5) *Acid ratio*
- 6) *Return saham*

3.1.2 Definisi Operasional Variabel

3.1.2.1 Deviasi *Actual Growth Rate* dari *Sustainable Growth Rate*

Deviasi *actual growth rate* dari *sustainable growth rate* merupakan selisih antara persentase *sustainable growth rate* dengan *actual growth rate*. Formulasi ditunjukkan seperti dibawah ini :

$$\text{Deviasi actual growth rate dari sustainable growth rate} = AGR - SGR \quad (3.3)$$

Actual Growth Rate (AGR) merupakan persentase perubahan total penjualan perusahaan dalam tahun dasar dibanding total penjualan perusahaan tahun sebelumnya. Rumusannya ditunjukkan sebagai berikut :

$$AGR = \frac{\text{Total penjualan tahun } t - \text{Total penjualan tahun } t-1}{\text{Total penjualan tahun } t-1} \times 100\% \quad (3.1)$$

Sustainable Growth Rate (SGR) merupakan tingkat maksimum pertumbuhan penjualan perusahaan bisa diperoleh tanpa pendanaan ekuitas eksternal. Diformulasikan menurut Ross *et al.* (2002) sebagai berikut :

$$SGR = \frac{ROE \times R}{1 - (ROE \times R)} \times 100\% \quad (3.2)$$

Dimana :

SGR : *Sustainable Growth Rate*

ROE (*Return on Equity*) : $\frac{\text{laba bersih setelah pajak}}{\text{total ekuitas akhir periode}} \times 100\%$

R (*Retention Rate*) : $1 - \text{dividends payout ratio}$

3.1.2.2 ROA

Return on Assets (ROA) merupakan rasio untuk mengukur perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu. Secara matematis dirumuskan sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total aktiva}} \times 100\% \quad (3.4)$$

3.1.2.3 P/B Ratio

P/B ratio(*price to book ratio*) adalah perbandingan nilai pasar suatu saham terhadap nilai bukunya sendiri. Rumusannya sebagai berikut :

$$\frac{P}{B} \text{ Ratio} = \frac{\text{Harga pasar per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}} \quad (3.5)$$

3.1.2.4 Rasio Lancar

Rasio lancar merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi liabilitas jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancarnya. Secara sistematis formulasinya sebagai berikut :

$$\text{Rasio lancar} = \frac{\text{Aset lancar}}{\text{Liabilitas lancar}} \quad (3.6)$$

3.1.2.5 Acid Ratio

Acid ratio adalah perbandingan dari aset lancar setelah dikurangi persediaan terhadap liabilitas lancar. Secara sistematis diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Acid ratio} = \frac{(\text{Aset lancar} - \text{persediaan})}{\text{Liabilitas lancar}} \quad (3.7)$$

3.2.3.6 Return Saham

Return saham pada dasarnya adalah keuntungan yang dinikmati oleh investor atas investasi saham yang dilakukannya. Konsep *return* realisasi saham dalam penelitian ini adalah total return yang terdiri dari *capital gain (loss)* yang merupakan perbandingan antara selisih harga saham saat ini dengan harga saham periode sebelumnya dibagi dengan harga saham periode sebelumnya serta *yield* yang merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga saham periode sebelumnya. Dalam menghitung besarnya *return* saham tahunan yang diperoleh investor, maka data yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai *closing price* tahunan pada periode tahun 2008-2011 serta dividen final per tahun pada periode tahun 2009-2011. *Closing price* dalam penelitian ini digunakan untuk menghitung *capital gain (loss)* sedangkan dividen digunakan untuk menghitung *yield*.

Secara matematis *return* saham dapat diformulasikan sebagai berikut (Jogiyanto, 2003) :

$$R_{ti} = \frac{(P_{ti} - P_{ti-1}) + D_{ti}}{P_{ti-1}} \quad (3.8)$$

Dimana :

R_{ti} : *Return* realisasi saham I pada periode t

P_{ti} : Harga saham I pada akhir periode t

P_{ti-1} : Harga saham I pada awal periode t

D_{ti} : Dividen Final saham I untuk periode t

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dari populasi tersebut dipilih sampel penelitian dengan menggunakan metode penyempelan bersasaran (*purposive sampling*), dengan kriteria sebagai berikut :

1. Termasuk dalam sektor industri manufaktur selama 3 tahun yakni mulai tahun 2009 sampai dengan 2011 sesuai dengan klasifikasi yang ada dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Dipilihnya sektor manufaktur sebagai kriteria sampel karena sektor manufaktur memiliki paling banyak perusahaan dibandingkan sektor lain sehingga dapat merepresentasikan kondisi perusahaan-perusahaan di bursa.

2. Memiliki akhir tahun fiskal 31 desember. Hal tersebut harus dipersamakan pada setiap perusahaan di sampel agar data penelitian dapat diperbandingkan.
3. Perusahaan yang rugi ditiadakan dari sampel. Dalam konsep pertumbuhan mensyaratkan perusahaan harus memperoleh laba agar diperoleh nilai *sustainable growth rate* yang positif.
4. Tidak melakukan *right issue* selama periode tahun penelitian. Dalam konsep *sustainable growth rate* perusahaan diasumsikan perusahaan memperoleh tambahan modal baru yang berasal dari pinjaman baru atau bagian laba yang dimasukkan ke saldo laba. Hal tersebut karena diasumsikan bahwa pemilik perusahaan masih ingin mempertahankan struktur pemegang saham dalam perusahaan.

Dari hasil penentuan sampel dengan kriteria di atas, diperoleh 49 perusahaan sebagai sampel dari populasi. Sehingga dari sampel tersebut dijadikan bahan penelitian.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Dalam penelitian ini jenis data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 – 2011 yang terdapat dalam *summary report* perusahaan manufaktur di www.idx.com.

Sumber data tersebut diperoleh melalui website BEI, baik melalui perantara pojok BEI maupun melalui internet. Hal ini dilakukan karena data sekunder salah satunya dapat diperoleh melalui internet (Sekaran, 2003).

3.4 Metode Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini data sekunder dikumpulkan dengan cara melakukan metode dokumentasi. Data diperoleh dari Pojok Bursa Efek Indonesia Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro atau internet (www.idx.co.id). Dari sumber tersebut diperoleh data kuantitatif berupa data laporan keuangan dan *summary report* yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah *go public* dan *listed* di Bursa Efek Indonesia.

3.5 Metode Analisis

Teknik analisa yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah dengan memakai teknik analisa regresi linier berganda untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel satu dengan variabel yang lain. Dalam hal ini untuk variabel dependennya adalah deviasi *actual growth rate* (AGR) dari *sustainable growth rate* (SGR) dan variabel independennya ROA, *P/B ratio* (PBR), rasio lancar (RL), *acid ratio*(AR) dan *return* saham (RS). Untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen

terhadap variabel dependen maka digunakan model regresi linier berganda (*multiple linier regression method*), yang dirumuskan sebagai berikut :

$$DAS = \alpha + \beta_1 ROA + \beta_2 PBR + \beta_3 RL + \beta_4 AR + \beta_5 RS + \varepsilon \quad (3.9)$$

Keterangan :

α = Konstanta

β = Koefisien Regresi

DAS = Deviasi AGR dari SGR

ROA = *Return on Asset*

PBR = *Price to book ratio*

RL = Rasio lancar

AR = *Acid ratio*

RS = *Return* saham

ε = Variabel error

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menggambarkan penyajian dari ringkasan data. Statistik deskriptif menyajikan gambaran atau deskripsi suatu data dengan menyajikan rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum* dan *range* (Ghozali, 2009). Data deskriptif yang diteliti meliputi semua variabel penelitian.

3.5.2 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian jenis ini digunakan untuk menguji asumsi, apakah model regresi yang digunakan dalam penelitian ini layak atau tidak. Uji asumsi klasik digunakan untuk memastikan bahwa multikolinieritas, autokorelasi, heterokedastisitas tidak terdapat dalam model yang digunakan dan data yang dihasilkan berdistribusi normal. Uji penyimpangan asumsi klasik mencakup:

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel - variabel dependen, variabel independen, dan keduanya memiliki distribusi yang normal. Model regresi yang baik adalah yang memiliki data yang berdistribusi normal (Ardhiastari, 2006). Ada 2 cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisa grafik dan analisa statistik (Ghozali, 2011):

a) Analisa Grafik

Untuk melihat normalitas residual dengan melihat grafik histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Metode yang lebih handal adalah dengan melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram, maka menunjukkan pola distribusi yang normal.

b) Analisis Statistik

Uji normalitas dengan grafik bisa menyesatkan kalau tidak hati-hati secara visual kelihatan normal, padahal secara statistik terlihat berbeda. Uji statistik yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Uji K-S dapat dilakukan dengan membuat hipotesis:

H₀: Data residual berdistribusi normal

H₁: Data residual tidak berdistribusi normal

3.5.2.2 Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya kolerasi antar variabel bebas. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar variabel independennya sama dengan nol (Ghozali, 2011).

Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolonieritas di dalam model regresi adalah sebagai berikut (Ghozali, 2011) :

1. Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel independen banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.
2. Menganalisis matriks korelasi variabel-variabel independen. Jika antar variabel independen terjadi korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0.90), maka indikasi terjadi multikolinieritas. Tidak adanya nilai korelasi

yang tinggi antar variabel independen tidak berarti bebas dari multikolinieritas. Multikolinieritas dapat terjadi karena kombinasi dua atau lebih variabel independen.

3. Multikolinieritas dapat dilihat dari nilai tolerance dan lawannya yaitu *variance inflation factor* (VIF) Kedua variabel ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel independen menjadi variabel dependen dan diregresi terhadap variabel independen lainnya. Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan VIF yang tinggi. Batasan umum yang digunakan untuk mengukur multikolinieritas adalah tolerance < 0.1 dan nilai VIF > 10 maka terjadi multikolinieritas.

3.5.2.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya (Ghozali, 2011). Jika terjadi korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi. Model regresi yang baik adalah yang bebas autokorelasi. Untuk mendeteksi autokorelasi, dapat dilakukan uji statistik melalui *runs test*.

Dalam penelitian ini, uji autokorelasi lain yang dilakukan dengan menggunakan *runs test*. *Runs test* digunakan untuk melihat apakah data residual terjadi secara random atau tidak (sistematis). Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah acak atau random. Apabila signifikansi pada *runs test* lebih dari 5% berarti data residual bersifat random. Sebaliknya, apabila signifikansi pada *runs test* kurang dari 5% berarti data residual tidak random. Hipotesis yang akan diuji :

H₀ : residual random (acak)

H₁ : residual tidak random

3.5.2.4 Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Jika varians dari satu pengamatan ke pengamatan lain sama maka disebut sebagai homokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang bersifat homokedastisitas (Ghozali, 2011).

Menurut Ghozali (2011) ada beberapa cara untuk mendeteksi heterokedastisitas. Salah satunya adalah melihat Grafik Plot antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heterokedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y

adalah \hat{Y} yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di t -studentized.

3.5.3 Uji Kelayakan Model (*Goodness of fit test*)

3.5.3.1 Uji Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2011). Langkah-langkah dalam melakukan uji F adalah:

- Merumuskan hipotesis dan alternatifnya. (H_1) berarti ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan.
- Menentukan tingkat signifikansi dan derajat kesalahan (α). Tingkat signifikansi dalam penelitian ini adalah 95% atau $\alpha = 5\%$
- Melakukan uji F dengan cara membandingkan F hitung dengan F tabel.

Dimana nilai F tabel = $F_{\alpha, k, (n-k-1)}$

- (H_1) ditolak jika $F \text{ hitung} < F \text{ tabel}$
- (H_1) diterima jika $F \text{ hitung} > F \text{ tabel}$
- Melakukan uji F dengan berdasarkan probabilitas.
 - (H_1) ditolak apabila $P > 0.05$
 - (H_1) diterima apabila $P < 0.05$

3.5.3.2 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi pada intinya menyatakan seberapa baik suatu model

untuk menjelaskan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011). Nilai R^2 yang semakin tinggi menjelaskan bahwa semakin cocok variabel independen menjelaskan variabel dependen. Semakin kecil nilai R^2 berarti semakin sedikit kemampuan variabel-variabel independen untuk menjelaskan variabel dependen. Hal-hal yang perlu diperhatikan mengenai koefisien determinasi adalah sebagai berikut:

- Nilai R^2 harus berkisar 0 sampai 1
- Bila $R^2 = 1$ berarti terjadi kecocokan sempurna dari variabel independen menjelaskan variabel dependen.
- Bila $R^2 = 0$ berarti tidak ada hubungan sama sekali antara variabel independen terhadap variabel dependen.

3.5.4 Pengujian Hipotesis (Uji t)

Menurut Dajan (1994), uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen yang digunakan terhadap variabel dependen secara parsial. Langkah-langkah yang dilakukan untuk melakukan uji t adalah:

- Nyatakan hipotesis nol serta hipotesis alternatifnya. (H_1) berarti ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen.
- Pilih taraf nyata tingkat signifikansi (α). Signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 95% atau $\alpha = 5\%$
- Melakukan uji t dengan metode perbandingan antara t hitung dengan t tabel. Nilai t tabel = t.

- (H1) ditolak apabila $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$. Artinya variabel independen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.
- (H1) diterima apabila $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$. Artinya variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen secara parsial.
- Melakukan uji t dengan dasar probabilitas
 - (H1) ditolak apabila nilai $P > 0.05$
 - (H1) diterima apabila nilai $P < 0.05$