

Faktor-Faktor Internal Penentu Pertumbuhan Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014

¹Eveline
²Ishak Ramli

¹Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Krida Wacana, Jakarta

²Fakultas Ekonomi, Universitas Tarumanagara, Jakarta

ABSTRAK

Harga saham industri pertambangan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) mengalami penurunan drastis sejak tahun 2010, sementara IHSG mengalami peningkatan. Akademisi sering atau sebagian besar menjadikan *growth* dan harga saham sebagai objek penelitiannya, dan hasilnya bahwa *growth* mempengaruhi harga saham. Penelitian ini bertujuan meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *growth* dengan sampel 25 perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan *cash flow*. Berdasarkan data sampel perusahaan pertambangan dari tahun 2010-2014 penelitian dibagi menjadi 2 periode, yaitu tahun 2010-2011 dan tahun 2012-2014. Perbedaan ini untuk mengantisipasi perubahan standar akuntansi keuangan yang mewajibkan perusahaan emiten menggunakan PSAK konvergensi IFRS sejak 2012. Analisis data menggunakan analisis regresi berganda guna menguji hipotesis faktor-faktor penentu *growth*: profitabilitas, arus kas, *leverage*, dan likuiditas terhadap *growth* pendapatan maupun keuntungan. Hasilnya bahwa pertumbuhan pendapatan dan keuntungan 96%-98% ditentukan oleh profitabilitas, arus kas, *leverage* dan likuiditas sebelum tahun 2012, namun setelah tahun 2012, profitabilitas, arus kas, *leverage* dan likuiditas sebagai penentu 32% pertumbuhan pendapatan dan 70% pertumbuhan keuntungan. Profitabilitas positif signifikan mempengaruhi pertumbuhan. Arus Kas signifikan positif mempengaruhi pertumbuhan (*growth*). Sementara *leverage* dan likuiditas cenderung negatif mempengaruhi *growth*. Kemudian, arus kas sangat mempengaruhi pertumbuhan keuntungan tetapi tidak demikian halnya untuk pertumbuhan pendapatan. Pertumbuhan industri pertambangan di BEI banyak ditentukan oleh arus kas, sementara pertumbuhan berbanding terbalik dengan penggunaan utang.

Kata kunci: *growth*, penentu *growth*, *leverage*, arus kas

PENDAHULUAN

Industri pertambangan pada pasar modal di Indonesia menjadi sorotan. Berdasarkan informasi dari media Kompas yang terbit pada 5 Mei 2015, BPS mencatat untuk periode kuartal 1 di tahun 2015, industri pertambangan sedang mengalami masa sulit dengan penurunan Indeks Tendensi Bisnis terendah sebesar 87,16. Padahal pada tahun-tahun sebelumnya, industri pertambangan menjadi andalan negara. Selain memberikan kontribusi pendapatan negara, industri pertambangan juga menyediakan lapangan kerja bagi masyarakat Indonesia. Namun hari ini, industri pertambangan mengalami kondisi terpuruk. Harga saham sektor pertambangan mengalami penurunan tajam.

Beberapa faktor yang mempengaruhi harga saham pada literatur, yaitu pajak, *profitability*, *liquidity*, *liability*, *growth*, dan sebagainya. *Growth* secara simultan dengan variabel lain dan secara parsial memiliki hubungan positif terhadap harga saham (Rowland Bismark Fernando Pasaribu, 2008). Bahkan *growth* sendiri memiliki pengaruh terhadap harga saham di berbagai sektor industri pada bursa efek. Sebaliknya harga saham dan *growth* memiliki hubungan positif yang kuat.

Literatur mencatat faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *growth*, yaitu ukuran dan umur perusahaan, *profit*, produktifitas, dan inovasi yang dilakukan perusahaan (Alex Coad dan Werner Holzi, 2010). Dalam Gibrat Law (Robert Gibrat, 1931), tingkat proporsional pertumbuhan suatu perusahaan tidak tergantung dari ukuran perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan tidak selalu mempengaruhi *growth*. Namun Gibrat Law ini dibantah oleh beberapa penelitian (Coad, 2009), menghasilkan bahwa ada hubungan negatif antara *growth* dengan ukuran perusahaan. Artinya perusahaan yang lebih kecil dan lebih muda, memiliki tingkat pertumbuhan *growth* lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih tua dan lebih besar. Umur perusahaan juga mempengaruhi perusahaan. Evans (1987), menyimpulkan bahwa perusahaan yang sudah tua memiliki pertumbuhan *growth* yang lebih lambat dibandingkan perusahaan baru.

Faktor penentu *growth* lainnya yaitu ukuran perusahaan, inovasi perusahaan, dan share ekspor perusahaan (Antje Schimke dan Thomas Brenner, 2011). Ketika inovasi memiliki dampak yang terbatas pada pertumbuhan penjualan, itu jauh lebih penting bagi perusahaan dengan pertumbuhan tercepat (Coad

dan Rao, 2008; Stam dan Wennberg, 2009). Karakteristik hubungan antara inovasi dan *growth* konsisten dengan karakteristik inovasi sebagai aktifitas yang tidak pasti. Inovasi sendiri dapat diukur dengan melihat biaya Research & Development (R&D), jumlah paten yang dimiliki perusahaan, atau dengan kuisioner terkait inovasi perusahaan yang dilakukan oleh lembaga survey.

Perusahaan kecil dan baru berdiri, memiliki tingkat *liquidity* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar dan sudah lama berdiri. sehingga *growth* perusahaan kecil dan baru berdiri lebih besar daripada perusahaan besar dan sudah lama berdiri (Blandina Oliveira dan Adelino Fortunato, 2005).. *Cash flow* meningkatkan *growth* penjualan (Thomas H. Brush, Philip Bromiley, dan Margaretha Hendrickx, 2013). Korelasi *growth* dan *cash flow* dalam dunia perbankan lebih besar dari pada *cash flow* ke *growth* (Drew Dahl, 2012).

Faktor-faktor sumber daya pengelola perusahaan misalnya pendidikan, umur, motivasi, dan sebagainya, perusahaan itu sendiri seperti umur perusahaan, sektor bisnis, lokasi, dan sebagainya, serta strategi meliputi pelatihan manajemen, kompetisi, ekspor, saham, dan sebagainya mempengaruhi *growth* perusahaan (Mercedes Teruel Carrizosa, 2007). Faktor lainnya yang mempengaruhi *growth* yaitu performa struktur modal perusahaan, sumber dana internal dan eksternal, saham, *external debt* dan *cash flow* (Mercedes Teruel dan Agusti Segarra, 2009).

Skala ekonomi dan disekonomi, merger dan akuisisi, kebijakan pemerintah, penentu struktur pasar, *profit* merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi *growth*. Selain itu, produktifitas juga mempengaruhi *growth* (Aghion et al, 2008, Sebenarnya produktifitas dan *profit* adalah 2 variabel yang sangat erat hubungannya. Maka pada beberapa penelitian, mencatat bahwa hubungan antara produktifitas dengan *growth* sama seperti hubungan *profit* dengan *growth*. Signifikan namun pengaruhnya tidak terlalu besar. Namun ada juga penelitian yang membantah teori ini. Aghion et al (2008) menyatakan bahwa produktifitas dan *growth* memiliki hubungan yang sangat positif

Perusahaan yang memiliki *profit* besar, akan tumbuh lebih besar daripada perusahaan yang memiliki *profit* kurang (atau tidak memiliki *profit*). Sebenarnya, perusahaan yang memiliki *profit* tidak selalu berarti akan melakukan ekspansi keuangan, kecuali mempunyai motivasi untuk tumbuh serta perekonomian juga sedang bertumbuh. Secara statistik, hubungan antara *growth* dan *profit* memang signifikan. Namun, Coad (2007) menghasilkan bukti bahwa *growth* lebih berpengaruh positif terhadap *profit*, daripada *profit* terhadap *growth*. Hubungan kausal juga terjadi antara pertumbuhan ekonomi, harga minyak, kedalaman pasar saham, dan tiga variabel ekonomi makro lainnya (nilai tukar, inflasi, dan suku bunga) serta dalam jangka panjang, ada aliran kausal searah variabel makroekonomi dengan pertumbuhan ekonomi. (Rudra P. Pradhan, Mak B. Arvin, dan Atanu Ghoshray, 2015). Dalam jangka pendek, mereka menemukan hubungan kompleks antara variabel-variabel.

Variabel makro ekonomi juga mempengaruhi performa perusahaan dalam meningkatkan *growth*. *Profit* (*return on assets*), *leverage* (*debt to equity ratio*) *Return on Equity* (ROE), *Net Profit Margin* (NPM), dan *Current ratio* secara bersama-sama mempengaruhi *growth* pada perusahaan manufaktur (Rasyid, 2008, Mohd. Heikal, Muammar Khaddafi, dan Ainatul Ummah, 2014), Secara parsial, ROA, ROE, dan NPM signifikan dan positif mempengaruhi *growth*. Sedangkan DER dan *Current ratione* negatif mempengaruhi *growth*.

Studi ini bertujuan membuktikan dan mengkaji mengapa *profitability*, *liquidity*, *leverage* *cash flow*, mempengaruhi *growth* pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan rentang periode 2010 hingga 2014. Data diambil dari website resmi Bursa Efek Indonesia, yaitu www.idx.co.id. Data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang menjadi cakupan penelitian ini, yang diambil dari website Bursa Efek Indonesia selama periode 2010 hingga 2014. Metode verifikasi digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis dan mencari bukti empiris pengaruh *profitability*, *liquidity*, *leverage*, *cash flow* terhadap *growth*.

Unit Analisis

Sampel penelitian 25 perusahaan terbuka yang bergerak di sektor pertambangan Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dari populasi yang berjumlah 40 perusahaan. Filterisasi dilakukan karena adanya perusahaan yang baru masuk ke Bursa Efek Indonesia di atas tahun 2010, kemudian ada pula perusahaan yang saat ini sudah tidak aktif lagi.

Operasionalisasi variabel

Tabel 2 Operasionalisasi Variabel

	Dimensi	Indikator	Keterangan	Sumber
	<i>Growth Sales</i>	$\frac{\text{growthsales}(t) - \text{growthsales}(t-1)}{\text{growthsales}(t-1)} \times 100\%$	Variabel Dependen	Blandina Oliveira & Adelino Fortunato (2005)
	<i>Growth Earning</i>	$\frac{\text{growthearning}(t) - \text{growthearning}(t-1)}{\text{growthearning}(t-1)} \times 100\%$	Variabel Dependen	Schleicher, et al(2010)
ity	<i>Net Profit Margin</i>	$\frac{\text{NPM}(t) - \text{NPM}(t-1)}{\text{NPM}(t-1)} \times 100\%$	Variabel Independen	Gennady Bilych (2012)
	<i>Current ratio</i>	$\frac{\text{currentratio}(t) - \text{currentratio}(t-1)}{\text{currentratio}(t-1)} \times 100\%$	Variabel Independen	Blandina Oliveira & Adelino Fortunato (2005)
	<i>Debt to equity ratio</i>	$\frac{\text{DER}(t) - \text{DER}(t-1)}{\text{DER}(t-1)} \times 100\%$	Variabel Independen	Bill Francis (2011)
	<i>Cash flow</i>	Revenue – COGS – Operating Expense – Interest – Tax – Dividen Preferred Stock + Depresiasi/Amortisasi – Working Capital Requirement – Fixed Assets Used	Variabel Independen	Miguel & Maria (2002)

*Keterangan: t adalah tahun saat ini; t-1 adalah tahun sebelumnya

Teknik Analisis Data

Analisis data menggunakan analisis regresi berganda guna menguji hipotesis pengaruh masing-masing variabel, yaitu *profitability*, *liquidity*, *leverage*, dan *cash flow* terhadap *growth*.

Berikut model penelitian:

$$\text{Growth} = \beta_0 + \beta_1 \text{Prof} + \beta_2 \text{Liq} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{CF} + \varepsilon$$

Keterangan:

Prof = *Profitability*

Liq = *Liquidity*

Lev = *Leverage*

CF = *Cash flow*

ε = error

• Pengujian Keberartian Model Regresi

Sedangkan pengujian simultan digunakan untuk menguji dengan menggunakan uji F. Model cocok jika $F \text{ Change} < \alpha = 0.05$ dan sebaliknya bila $\alpha > 0,05$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Data diolah dengan menggunakan pemrograman statistik EViews versi 9. Data diolah menjadi 2 bagian. Yaitu data periode tahun 2010-2011 dan data periode tahun 2012-2014. Hal ini dilakukan karena per tahun 2012, semua perusahaan membuat laporan keuangan dengan menggunakan PSAK konvergensi *International Financial Reporting Standards* (IFRS.)

a. Analisis Regresi

Dari hasil uji heteroskedastisitas, uji Chow, dan uji Chi untuk masing-masing data 2010-2011 dan data 2012-2014, dapat dirumuskan pengolahan data yang akan dilakukan pada pedoman dalam melakukan analisis regresi.

Dari analisis regresi yang telah dilakukan, maka di dapat empat model penelitian sebagai berikut.

1. Data periode tahun 2010-2011

$$Growth (Profit) = 5,65 + 0,785 \text{ Cash flow} - 0,020 \text{ Current ratio} - 0,076 \text{ DER} + 0,166 \text{ NPM}$$

$$Growth (Revenue) = 1,727 - 0,004 \text{ Cash flow} - 0,003 \text{ Current ratio} - 0,011 \text{ DER} - 0,002 \text{ NPM}$$

2. Data periode tahun 2012-2014

- $Growth (Profit) = -0,224 + 0,084 \text{ Cash flow} - 0,0003 \text{ Current ratio} - 0,006 \text{ DER} + 0,009 \text{ NPM}$

- $Growth (Revenue) = 0,0997 + 0,001 \text{ Cash flow} - 0,0004 \text{ Current ratio} + 0,005 \text{ DER} + 0,004 \text{ NPM}$

Tabel 3 dan Tabel 4. merupakan hasil analisis regresi untuk data tahun 2010-2011, sedangkan Tabel 5 dan Tabel 6 merupakan hasil analisis regresi untuk data tahun 2012-2014.

Tabel 3 Analisis Regresi Data 2010-2011 (*Growth profit*)

Variabel	Coefficient	Std Error	t- Statistik	Prob.
CASH_FLOW	0,784543	0,128306	6,114620	0,0000
CURRENT_RATIO	-0,019725	0,000710	- 27,77480	0,0000
DER	-0,076005	0,017865	- 4,254381	0,0004
NPM	0,166432	0,022205	7,495100	0,0000
C	5,650779	0,537371	10,51560	0,0000
R Squared	0,992515			
Adj R Squared	0,982535			
Prob(F Statistic)	0,000000			

Sumber: data olahan

Analisis regresi untuk data tahun 2010-2011, menggunakan Fixed Effect dan weighted. Adjusted R-squared dari variabel independen menunjukkan angka 98%.

Cash flow dan *profitability (net profit margin)* signifikan berpengaruh positif terhadap *growth profit*. (sesuai dengan hipotesis). *Cash flow* sendiri memiliki pengaruh yang cukup besar, yaitu 78%. Jadi apabila *cash flow* naik 1%, maka *growth profit* akan naik 0.78%. Sedangkan *liquidity (current ratio)* dan *leverage (debt to equity ratio)* signifikan berpengaruh negatif terhadap *growth profit*. Hal ini bertentangan dengan studi literatur Mohd. Heikal, Muammar Khaddafi, dan Ainatul Ummah (2014), bahwa *current ratio* seharusnya berpengaruh positif terhadap *growth*.

Tabel 4. Analisis Regresi Data 2010-2011 (*Growth revenue*)

Variabel	Coefficient	Std Error	t- Statistik	Prob.
CASH_FLOW	-0,004271	0,008227	- 0,519125	0,6091
CURRENT_RATIO	-0,002781	0,000131	- 21,17893	0,0000
DER	-0,010924	0,002365	- 4,619516	0,0001
NPM	-0,001805	0,011754	- 0,153527	0,8794
C	1,727344	0,153600	11,24573	0,0000
R Squared	0,981291			
Adj R Squared	0,956347			
Prob (F-Statistic)	0,000000			

Sumber: data olahan

Hasil analisis regresi data 2010-2011 dengan variabel dependen *growth revenue*, tidak jauh berbeda. Nilai adjusted R-squared sangat besar, yaitu 95%. Semua variabel independen, yaitu *cash flow*, NPM, DER, dan *current ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *growth revenue*, namun yang signifikan mempengaruhi *growth.revenue* hanya, *current ratio* dan DER. Sementara *Cash flow* dan NPM tidak signifikan mempengaruhi negatif *growth.revenue*

Tabel 5. Analisis Regresi Data 2012-2014 (*Growth profit*)

Variabel	Coefficient	Std Error	t- Statistik	Prob.
CASH_FLOW	0,084472	0,007388	11,43323	0,0000
CURRENT_RATIO	-0,000294	0,001054	- 0,278691	0,7813
DER	-0,005956	0,015585	- 0,382159	0,7035
NPM	0,009389	0,003890	2,413742	0,0184
C	-0,223990	0,211683	-1,058141	0,2936
R Squared	0,715813			
Adj R Squared	0,699754			
Prob(F Statistic)	0,000000			

Sumber: data olahan

Analisis regresi untuk tahun 2012-2014 berbeda dengan tahun 2010-2011. Dari segi penentuan model juga berbeda. Data tahun 2012-2014 diolah dengan metode Common Pool. Untuk variabel dependen *growth profit*, Adjusted R-squarednya 69%. Nilai ini menunjukkan, variabel independen secara bersama-sama menjelaskan *growth profit* sebesar 69%.

Cash flow dan NPM signifikan positif mempengaruhi *Growth*. Sedangkan DER dan *current ratio* signifikan negatif mempengaruhi *Growth*. *Current ratio*, NPM, dan DER memiliki koefisien yang rendah, yaitu di bawah 1%. Sedangkan *cash flow* memiliki koefisien 8.4%.

Tabel 6 Analisis Regresi Data 2012-2014 (*Growth revenue*)

Variabel	Coefficient	Std Error	t- Statistik	Prob.
CASH_FLOW	0,001260	0,003456	0,364647	0,7165
CURRENT_RATIO	-0,000381	0,000207	- 1,842039	0,0697
DER	0,004650	0,001387	3,352521	0,0013
NPM	0,003821	0,000730	5,237340	0,0000
C	0,099708	0,044174	2,257191	0,0271
R Squared	0,357201			
Adj R Squared	0,320469			
Prob(F Statistic)	0,000003			

Sumber: data olahan

Hasil analisis regresi data periode tahun 2012-2014 dengan variabel dependen *growth revenue*. Menunjukkan bahwa Adjusted R-squared sebesar 32%. *Current ratio* memiliki pengaruh negatif. Sama seperti analisis regresi data periode tahun 2010-2011 dengan variabel dependen *growth revenue*, hal ini bertentangan dengan studi literatur Mohd. Heikal, Muammar Khaddafi, dan Ainatul Ummah (2014). Kemudian *cash flow*, DER, dan NPM memiliki pengaruh positif, namun yang signifikan mempengaruhi positif hanya DER dan NPM. *Cash flow* tidak signifikan positif mempengaruhi *Growth Revenue*. *Current Ratio* tidak signifikan mempengaruhi negatif *Growth Revenue*. Koefisien setiap variabel ini di bawah 1%.

Pembahasan

Profitability

Profitability signifikan positif mempengaruhi *growth revenue*, baik pada data periode tahun 2010-2011 dan data periode tahun 2012-2014, kecuali pada tahun 2010-2011. Sebagian besar model teoritis menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profit besar akan tumbuh, sedangkan perusahaan dengan profit kurang akan menurun (Alex Coad dan Werner Holzi, 2010). Hubungan antara profit dan pertumbuhan tampak jelas, profit menyediakan dana pertumbuhan (Arun Mukhopadhyay dan Sal AmirKhalkhali, 2010). Ketika *profit* perusahaan meningkat, otomatis perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan. *Profit* yang meningkat menghasilkan tambahan dana/modal yang dapat digunakan untuk aktifitas perusahaan lainnya. Seperti ekspansi, pertambahan produksi, dan sebagainya. Meskipun bagian dari modal untuk ekspansi dapat diperoleh dengan pinjaman, ketersediaan dan biaya pendanaan eksternal umumnya akan lebih rendah bila proporsi yang lebih besar jika menggunakan dana dari internal.

Sedangkan pada tahun 2010-2011, pengaruh profit negatif terhadap *growth revenue*. Ketika profit di tahun sebelumnya menurun, maka perusahaan akan menjalankan strategi meningkatkan penjualan besar-besaran. Sehingga ada hubungan negatif profit terhadap *growth revenue* (Johann Dreyer, et al, 2013)

Liquidity

Analisis data periode tahun 2010-2011 bahwa likuiditas mempengaruhi *growth profit*. Semakin likuid suatu perusahaan, berarti ada aset yang lebih besar daripada hutang. Dengan kata lain, aset dapat digunakan oleh perusahaan untuk investasi. Sedangkan untuk *growth revenue*, *liquidity* signifikan negative mempengaruhi *growth revenue*. Hal ini berbeda dengan literatur yang ada. Dari data periode tahun 2012-2012 baik dengan variabel dependen *growth profit* maupun *growth revenue*, keduanya tidak berpengaruh signifikan. *Liquidity* yang tinggi menunjukkan adanya kelebihan uang kas atau aktiva lancar lainnya (Munawir, 2004). Ada kemungkinan *liquidity* yang besar juga didukung dari piutang yang besar. Sehingga perusahaan memang memiliki kas yang besar, namun fisiknya belum menjadi milik perusahaan. Kas tersebut belum bisa digunakan untuk kebutuhan pertumbuhan *profit*. Maka semakin besar *liquidity*, semakin besar pula kesempatan untuk *growth* yang hilang.

Kemudian *liquidity* yang rendah juga dapat meningkatkan *growth revenue*. *Liquidity* yang rendah bisa dikarenakan liabilitas yang besar dan pinjaman ini digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan produksi dan penjualan. Sehingga pengaruh *liquidity* menjadi negatif terhadap *growth revenue*.

liquidity tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *growth* periode tahun 2012-2014,. Dengan pengaruh negatif, sama seperti data periode tahun 2010-2011. Penerapan laporan keuangan berbasis IFRS aset menggunakan nilai wajar, bukan nilai buku dihitung sejak awal. Banyak faktor yang mempengaruhi harga aset seperti inflasi, kurs, dan suku bunga. (Rudra P. Pradhan, Mak B. Arvin, Atanu Ghosray, 2015; Alberto Petrucci, 1997; Rusmin, Emita W. dan Bambang Hartadi, 2014). Inflasi (tingkat inflasi tinggi), melemahkannya beli masyarakat. Sehingga produksi perusahaan yang tidak diimbangi daya beli masyarakat dan penjualan akan menurun. Sama seperti kurs, jika kurs negara melemah, harga barang akan naik. Penjualan akan melesu, terutama terhadap barang-barang impor. Jika suku bunga tinggi, masyarakat cenderung menyimpan kas, dan mengurangi jumlah uang yang beredar. Hal ini menyebabkan penjualan kembali menurun, dan sebaliknya (Rudra P. Pradhan, Mak B. Arvin, Atanu Ghosray, 2015)

Leverage

Leverage signifikan negatif mempengaruhi *growth* pada data periode tahun 2010-2011, namun tidak signifikan pada data periode tahun 2012-2014 untuk *growth profit*, dan signifikan positif terhadap *growth revenue*. Hasil penelitian untuk data tahun 2010-2011, sesuai dengan studi literatur, yaitu *leverage* mempengaruhi negatif.

Hutang merupakan sumber dana selain modal dan ekuitas. Namun ketika hutang melebihi ekuitas yang dimiliki, risiko *liquidity* menjadi tinggi. Hal ini berarti perusahaan menggunakan hutang lebih banyak dibandingkan ekuitas di tahun 2011. Hutang tersebut akan menjadi beban dan harus dibayar. Semakin banyak hutang, berarti semakin besar biaya yang harus dibayar. Sehingga pengelola harus bijak dalam menentukan aktiva yang ada. Apakah untuk meningkatkan *profit*, atau membayar hutang perusahaan. Ketika diputuskan untuk membayar hutang perusahaan, maka pengaruh *leverage* terhadap *growth* menjadi negatif, karena semakin besar DER, semakin kecil peluang untuk meningkatkan *growth*. Dengan kata lain, kehadiran hutang mencegah investasi berlebihan (Lang, Ofek, Stulz, 1996).

Namun ketika hutang yang dipinjam digunakan untuk kepentingan investasi, maka pengaruh *leverage* terhadap *growth* menjadi positif. Perusahaan akan membandingkan manfaat waktu menunggu sebagai keuntungan. Misal, hutang digunakan untuk investasi dimana investasi tersebut memiliki bunga. Bunga yang akan diperoleh di waktu mendatang, akan di-*present value*-kan kemudian di pro rata dengan periode sekarang. Sehingga keuntungan akuntansi tersebut sudah dimasukkan sebagai aset (Lyandres dan Zhdanov, 2005). Maka yang membuat *leverage* berpengaruh positif pada *growth revenue* selama periode tahun 2012-2014 adalah kemungkinan adanya pemanfaatan hutang untuk peningkatan produksi atau ekspansi pasar sehingga menciptakan kenaikan penjualan.

Cash flow

Cash flow signifikan mempengaruhi hanya pada *growth profit*, baik pada data periode tahun 2010-2011 dan data periode tahun 2012-2014. Keduanya berpengaruh positif. Semakin tinggi *cash flow*, maka perusahaan mampu mendanai operasional. Ketika perusahaan memiliki kas, perusahaan bisa menjalankan bisnis untuk meningkatkan *profit*. Perusahaan dengan nilai *cash flow* yang rendah, pertumbuhannya lebih lambat dibandingkan perusahaan dengan nilai *cash flow* yang tinggi. Perusahaan akan kesulitan berinvestasi,

berbeda dengan perusahaan yang nilai *cash flow*nya besar, perusahaan ini mampu mendanai project sendiri (Cabral dan Mata, 2003).

Cash flow juga menggambarkan perputaran kas. Semakin tinggi *cash flow*, maka semakin cepat kas yang diolah kembali ke perusahaan. Maka profit akan lebih cepat diperoleh (Blandina Oliveira dan Adelino Fortunato, 2005). Namun bagi *growth revenue*, *cash flow* tidak signifikan mempengaruhi *growth revenue*. Hasil analisis regresi ini memang tidak sesuai dengan literatur yang ada, namun Yakov Amihud dan Haim Mendelson (2008) juga menemukan hasil penelitian yang sama. *Cash flow* lebih tepat digunakan untuk menilai peluang investasi daripada penjualan. *Cash flow* memang tidak mempengaruhi penjualan, namun penjualan mempengaruhi *cash flow*. Penjualan akan menjadi *cash flow* masuk, sehingga jumlah kas yang masuk ini akan mempengaruhi *cash flow* perusahaan. Namun *cash flow* perusahaan tidak signifikan mempengaruhi penjualan karena penjualan lebih dipengaruhi oleh faktor lain, seperti keadaan pasar.

Dari empat hasil analisis regresi, dapat disimpulkan bahwa ada perbedaan antara data tahun 2010-2011 dengan data tahun 2012-2014. Kemudian juga ada perbedaan antara data dengan variabel dependen *growth profit* dan *growth revenue*. Perbedaan data tahun 2010-2011 dengan tahun 2012-2014, dikarenakan adanya perubahan metode pelaporan keuangan (dari PSAKUS GAAP menjadi PSAK berbasis IFRS). Kemudian perubahan ekonomi sendiri juga menjadi pemicu perbedaan ini. Tahun 2012-2014, *growth* lebih dipengaruhi oleh ekonomi makro, seperti yang disebutkan pada studi literatur. Beberapa ekonomi makro yang disebut dalam beberapa penelitian adalah inflasi (Rudra P. Pradhan, Mak B. Arvin, Atanu Ghosray, 2015; dan), kemudian kurs atau nilai tukar (Rusmin, Emita W., Bambang Hartadi, 2014; Anthony Flint & Andrew Tan & Gary Tian, 2010).

Inflasi, kurs, dan suku bunga lebih mempengaruhi *growth revenue*. Hal ini dikarenakan inflasi yang tinggi akan menyebabkan daya beli masyarakat melemah (dan sebaliknya), kurs yang melemah akan membuat barang-barang yang dijual menjadi mahal (dan sebaliknya), dan suku bunga yang tinggi menyebabkan masyarakat cenderung menyimpan uang di bank sehingga ekonomi juga melemah (dan sebaliknya). Ini semua akan berdampak pada penurunan penjualan. Sebesar apapun usaha perusahaan untuk mempromosikan produknya, apabila keadaan ekonomi makro tidak mendukung, maka penjualan tidak bisa maksimal.

Selain ekonomi makro, yang mempengaruhi pertumbuhan di tahun 2012-2014 adalah perusahaan itu sendiri. Semakin tahun, persaingan ekonomi antar perusahaan semakin tinggi. Maka, perusahaan juga perlu memperhatikan kualitas internal perusahaan tersebut, yang tidak hanya diukur dari kemampuan operasional perusahaan. Seperti sumber daya manusia yang bekerja di perusahaan tersebut. Tidak dapat dipungkiri, keberhasilan perusahaan ada di tangan SDM yang mengelolanya. Kemudian ada faktor identitas perusahaan itu sendiri, yang mencakup umur perusahaan, sektor perusahaan, dan sebagainya. Perusahaan yang baru berdiri, cenderung belum memiliki banyak hutang. Sehingga dana yang mereka miliki bisa digunakan untuk keperluan investasi (Storey).

Selain itu ada pula inovasi perusahaan, ukuran perusahaan, dan share ekspor (Antje Schimke dan Thomas Brenner, 2011). Inovasi perusahaan dapat dilihat dari aktifitas *Research & Development*. Bukan seberapa banyak inovasi yang dihasilkan, namun seberapa besar keberhasilan inovasi yang akan menentukan *growth* perusahaan. Ukuran perusahaan dilihat dari cakupan perusahaan tersebut. Perusahaan kecil belum mampu menghasilkan *revenue* sebesar perusahaan besar. Hal ini bisa dikarenakan produktifitas yang belum sebesar produktifitas perusahaan besar, atau dikarenakan masyarakat cenderung memilih produk dari perusahaan besar yang sudah dikenal luas (Antje Schimke dan Thomas Brenner, 2011). Hal seperti ini yang sering luput dari pengamatan, namun ternyata juga mempengaruhi *growth*.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Pasrun. 2015. A Model of the Dynamic of the Relationship between Stock Prices and Economic Growth of Indonesia. *Applied Economics and Finance* 2 (3), 12-19
- Aghion, Philippe, Robin Burgess, Stephen J. Redding, and Fabrizio Zilibotti. 2008. The Unequal Effects of Liberalization: Evidence from Dismantling the License Raj in India. *American Economic Review* 2008, 98:4, 1397–1412 <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.98.4.1397>

- Arun Mukhopadhyay dan Sal AmirKhalkhali. 2010. Profitability Performance And Firm Size-Growth Relationship, *Journal of Business and Economic Research* Vol 8 No 9 (2010). DOI <https://doi.org/10.19030/jber.v8i9.764>
- Bilych, Gennady. 2012. Profit and Economic Growth.
- Brush, Thomas H, Philip Bromiley, dan Margaretha Hendrickx. 2013. The Free Cash flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance.
- Coad, A. (2009): *The Growth of Firms: A Survey of Theories and Empirical Evidence*. Edward Elgar: Cheltenham, UK.
- Coad, Alex dan Werner Holzi. 2010. Firm Growth: Empirical Analysis. *Papers on Economics & Evolution* (<http://papers.econ.mpg.de/evo/discussionpapers/2010-02.pdf>)
- Dahl, Drew. 2012. Coincident Correlations of Growth Factors Presented in The Literature of The Field.
- Dreyer, Johann; Erasmus, Pierre; Morrison, John; Hamman, Willie. 2013. Sustainable Company Growth as Measured by Cash Flow. *Management Dynamics* vol.22, no.2, 2013.
- Evans, David 1987. The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries, *Journal of Industrial Economics*, 1987, vol. 35, issue 4, 567-81
- Filho, Nelson H. Barbosa. 2001. International Liquidity and Growth in Brazil. <http://www.economicpolicyresearch.org/scepa/publications/workingpapers/2001/cepa200104.pdf>
- Francis, Bill, Iftekhar Hasan, dan Zenu Sharma. 2011. Leverage and Growth: Effect of Stock Options. <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/7657/169463.pdf?sequence=1>
- Geroski, P. and Mazzucato, M. (2002), "Modelling the Dynamics of Industry Populations", *International Journal of Industrial Organization*, Volume 19, pp. 1003-1022.
- Gibrat R. (1931) "*Les Inégalités économiques*", Paris, France, 1931.
- Heikal, Mohd. dan Muammar Khaddafi. 2014. Influence Analysis of Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Net Profit Margin (NPM), Debt to equity ratio (DER), and Current ratio (CR), Against Corporate Profit Growth in Automotive in Indonesia Stock Exchange.
- Oliveira, Blandina dan Adelino Fortunato. 2005. Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis.
- Miguel, Angel Galindo Martin dan Maria Teresa Mendez Picazo. 2002. Cash flow Effects on Economic Growth.
- Pasaribu, Rowland Bismark Fernando. 2008. The Influence of Corporate Fundamental to Stock Price in Indonesian Public Companies.
- Pradhan, Rudra P. & Alvin, Mak B. & Ghoshray, dan Atanu. 2015. The Dynamics of Economic Growth, Oil Prices, Stock Market Depth, and Other Macroeconomic Variables: Evidence from the G-20 Countries.
- Rusmin, Emta W. Astami, dan Bambang Hartadi. 2014. The Impact of Surplus Free Cash flow and Audit Quality on Earnings Managemet: The Case of Growth Triangle Countries.
- Schleicher, Thomas & Tahoun, Ahmed & Walker, Martin. 2010. IFRS Adoption in Europe and Investment-Cash Flow Sensitivity: Outsider Versus Insider Economies.
- Schimke, dan Thomas Brenner. 2011. Long-run Factors of Firm Growth – a Study of German Firms.
- Segarra, Agusti dan Mercedes Teruel. 2009. Small Firms, Growth, and Financial Constraints.
- Storey, D.J., 1994. *Understanding the Small Business Sector*. 1st Edn., Routledge, London, ISBN-10: 0415100380, pp: 355.