

## DAMPAK STRUKTUR KEPEMILIKAN, FINANCIAL LEVERAGE, BOARD DIRECTOR TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Sri Dwi Ari Ambarwati  
Rini Dwi Astuti

Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta

### Abstract

*This study tried to analyze the effect of ownership structure, financial leverage, size of board directors and sales Growth on the performance of companies with lower growth opportunities, whether there is a proxy growth opportunities with low PER. This research was conducted at the manufacturing company with the selection criteria for purposive sampling method 2010-2012 period, based on the criteria the obtained sample of 32 companies with low growth opportunities. Thus obtained 96 observasi for each group. The results showed that: 1). simultaneously the ownership structure, financial leverage, size of board directors and sales Growth affect the performance of companies with low growth opportunities. 2). Partially, it was found empirical evidence that financial leverage and variable size of board directors significantly affect the company's performance with lower growth opportunities. For institutional ownership structure revealed a significant effect on performance, but at a rate of 10% alpha tolerated.*

**Keyword:** Ownership structure, leverage, size of board, growth opportunities

Beberapa literatur mengungkapkan bahwa peluang pertumbuhan (growth opportunities) mempengaruhi hubungan antara nilai perusahaan/kinerja dan keputusan keuangan perusahaan (Smith and Watts, 1992; Chen and Liu, 2010, Reyna & Encalada, 2012). Namun tidak ditemukan bagaimana hubungan ini dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, khususnya kepemilikan insider. Ini isu yang menarik karena konflik kepentingan yang baru akan muncul antara pemegang saham mino-

ritas dan mayoritas. (Shleifer & Vishny, 1997). La Porta, et.al (2000) telah membuktikan bahwa di beberapa negara, *Expropriation* (kecurangan) yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) terhadap para pemegang saham minoritas dan para kreditor sangat besar. Pada saat para investor mendanai perusahaan, mereka menghadapi risiko dan kadang-kadang besar kemungkinannya bahwa kembalian atas investasi yang mereka tanamkan tidak pernah material,

---

Koresponden dengan Penulis

Sri Dwi Ari Ambarwati, Rini Dwi Astuti: Telp:

E-mail: ambarwati-73@yahoo.com, rinidwiastuti@upnyk.ac.id

karena para manajer dan pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi terhadap mereka.

Penelitian terkait dilakukan oleh Reyna & Encalada (2012) pada perusahaan di Mexico tentang pengaruh struktur kepemilikan, *financial leverage* dan proporsi direktur terhadap nilai perusahaan dengan membedakan ada tidaknya peluang pertumbuhan untuk sampel yang ditelitinya. Kepemilikan keluarga/insider, komposisi dan ukuran direktur serta *leverage* keuangan memainkan dua peran yaitu bisa meningkatkan kinerja pada perusahaan yang tidak memiliki peluang pertumbuhan menguntungkan tapi sebaliknya, memiliki pengaruh negatif pada perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan. Masalah baru muncul antara pemegang saham mayoritas dan minoritas pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi. Namun demikian konsentrasi kepemilikan, hutang dan *board director* hanya sebuah mekanisme dalam perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi adanya konflik keagenan.

Hasil penelitian Ahmad, et.al (2012) pada perusahaan Malaysia menemukan bukti empiris bahwa struktur modal seperti hutang jangka pendek dan total hutang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini mendukung temuan Reyna & Encalada (2012) dan membuktikan tulisan sebelumnya oleh Ross (1977), Heinkel (1982) and Noe (1988) yang menyatakan bahwa penambahan *leverage* dengan menambah hutang perusahaan memberikan implikasi positif bagi nilai perusahaan dan kinerja. Lebih jauh, hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian Hadlock&James (2002) dimana mereka menyimpulkan bahwa perusahaan lebih menyukai hutang karena untuk mengantisipasi tingginya pembayaran pajak.

Urgensi atau alasan melakukan penelitian ini adalah munculnya fenomena konflik keagenan antara pemilik dan manajer serta kreditur yang masih tetap memberikan pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan baik kepe-

milikan insider dan institusional dan keputusan pendanaan sangat mempengaruhi kinerja perusahaan yang mana pengaruh itu akan lebih untuk perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan lebih tinggi. Penelitian ini merupakan replikasi gabungan penelitian Reyna & Encalada (2012), Abor (2005) dan Zurraidah Ahmad, et.al (2012) dengan lebih menekankan pada pengaruh karakteristik perusahaan seperti struktur kepemilikan (insider dan institusi), *leverage*, *sales growth* dan *size* terhadap kinerja perusahaan dengan membedakan ada tidaknya peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) yang dalam hal ini menggunakan proksi *Price Earnings Ratio* (PER) seperti yang dilakukan oleh Smith and Watts (1992), McConnell-Servaes, (1995), Kallapur (2001) dan Reyna & Encalada, (2012)

## KAJIAN PUSTAKA

Seiring perkembangan literatur manajemen keuangan menunjukkan bagaimana peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) memberikan pengaruh pada hubungan kinerja/nilai perusahaan dan keputusan keuangan perusahaan (struktur modal) (Smith and Watts, 1992; Chen and Liu, 2010; Reyna, 2012). Meski begitu beberapa penelitian belum menemukan bagaimana hubungan ini dipengaruhi struktur kepemilikan, khususnya (kepemilikan orang dalam (*insider ownership*)) karena isu baru muncul bahwa konflik keagenan lebih dipengaruhi oleh orang dalam (*insider*) hal itu disebabkan oleh adanya perbedaan perlakuan yang berbeda antara pemegang saham pengendali (misal: *institutional*) dan pemegang saham minoritas (misalnya: orang dalam atau individu) (Shleifer-Vishny, 1997; La Porta et.al, 2000; Reyna-Encalada, 2012)

Pemisahan status antara pemilik dan pengelola perusahaan menimbulkan suatu masalah yang biasa disebut *agency problems*, terjadi antara pemilik perusahaan atau *shareholders* di satu sisi dengan

## Dampak Struktur Kepemilikan, Financial Leverage, Board Director terhadap Nilai Perusahaan

Sri Dwi Ari Ambarwati & Rini Dwi Astuti

manajemen selaku pengelola di sisi lain. Posisi manajemen yang sangat dominan dalam suatu perusahaan membuat manajemen sering keluar dari batas yang ditentukan dan melupakan esensi keberadaan pihak manajemen, yaitu meningkatkan kesejahteraan pemilik perusahaan. Hal ini menjadi kelemahan dalam *agency theory*, yakni karena keleluasaan manajemen perusahaan untuk memaksimalkan laba perusahaan yang bisa mengarah pada proses memaksimalkan kepentingan manajemen sendiri dengan beban dan biaya yang harus ditanggung oleh pemilik. Konflik keagenan untuk perusahaan-perusahaan publik di negara berkembang adalah disebabkan adanya konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) dan pemegang saham minoritas (*minority shareholder*) (Scheifer and Vishny, 1997). Masalah konflik keagenan akan lebih banyak terjadi di negara dengan proteksi investor rendah seperti di Mexico (La Porta et.al, 1999)

Penelitian tentang teori struktur modal diawali oleh Miller dan Modigliani (1958) mereka menemukan bahwa nilai perusahaan (*value of the firm*) dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Mereka juga menyimpulkan bahwa teori ketidakrelevanan struktur modal dimana *financial leverage* tidak mempengaruhi nilai perusahaan hanya pada kondisi pasar sempurna. MM menyatakan bahwa tanpa pajak maka struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Meskipun pendapat ini tidak konsisten dengan kondisi riil dimana perusahaan pasti memiliki kewajiban pajak sehingga teori ini masih menjadi perdebatan (Ahmad, Abdullah & Roslan, 2012)

Penelitian terkait dilakukan oleh Reyna & Encalada (2012) pada perusahaan di Mexico tentang pengaruh struktur kepemilikan, *financial leverage* dan proporsi direktur terhadap nilai perusahaan dengan membedakan ada tidaknya peluang pertumbuhan untuk sampel yang ditelitinya. Kepemilikan keluarga/insider, komposisi dan ukuran direktur serta *leverage* keuangan memainkan dua

peran yaitu bisa meningkatkan kinerja jika tidak ada proyek investasi tapi memiliki pengaruh negatif jika ada peluang pertumbuhan. Masalah baru muncul antara pemegang saham mayoritas dan minoritas pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi. Namun demikian konsentrasi kepemilikan, hutang dan board director hanya sebuah mekanisme dalam perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan.

Hasil penelitian Ahmad, et.al (2012) pada perusahaan Malaysia menemukan bukti empiris bahwa struktur modal seperti hutang jangka pendek dan total hutang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini mendukung temuan Reyna & Encalada (2012) dan membuktikan tulisan sebelumnya oleh Ross (1977), Heinkel (1982) and Noe (1988) yang menyatakan bahwa penambahan *leverage* dengan menambah hutang perusahaan memberikan implikasi positif bagi nilai perusahaan dan kinerja. Lebih jauh, hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian Hadlock and James (2002) dalam Reyna & Encalada (2012) dimana mereka menyimpulkan bahwa perusahaan lebih menyukai hutang karena untuk mengantisipasi pembayaran pajak yang lebih tinggi.

Gleason et.al (2000) menguji hubungan antara kinerja dan *leverage* dengan menggunakan proksi kinerja *return on assets*. Hasil penelitian adalah total hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja, kemudian dua implikasi dapat disimpulkan yaitu struktur modal memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja dan koefisien negatif menunjukkan secara umum penggunaan hutang yang lebih besar bagi perusahaan menyebabkan pengaruh negatif itu. Struktur modal juga tidak hanya merupakan penentu kinerja, ukuran (*size*) perusahaan juga merupakan penentu kinerja perusahaan yang lebih besar akan menghasilkan *return on asset* yang lebih besar pula dibanding perusahaan kecil. Hasil ini didukung oleh Agarwal, et.al (2001) ketika hutang memiliki pengaruh negatif terhadap profitabilitas. Namun profitabili-

tas perusahaan berhubungan positif dengan sales dan sales growth. Penelitian ini juga selaras dengan Hames and Chen (2004) dalam Reyna-Encalada (2012) dimana rasio hutang memiliki hubungan negatif dengan kinerja namun size memiliki hubungan positif terhadap kinerja.

Mesquita and Lara (2003) menemukan bukti empiris bahwa hutang jangka panjang tidak berpengaruh terhadap return on equity dan bertanda negatif, namun hutang jangka pendek memiliki tanda positif. Abbor (2005) melakukan penelitian di Ghana dan menemukan bukti bahwa hutang jangka pendek memiliki hubungan positif signifikan terhadap return on equity (ROE), dia menganggap bahwa hutang jangka pendek tidak mahal dalam meningkatkan keuntungan perusahaan. Hasil ini juga menyatakan bahwa profitabilitas mampu ditingkatkan dengan sales dan sales growth. Untuk hutang jangka panjang memiliki hubungan negatif signifikan dengan kinerja. Artinya peningkatan dalam hutang jangka panjang berhubungan dengan pengurangan profitabilitas dan lebih mahal. Implikasinya adalah posisi hutang berhubungan dengan peningkatan profitabilitas, rasio hutang yang tinggi akan meningkatkan profitabilitas. Selain itu terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan (size) dan sales growth.

Berdasarkan beberapa hasil riset sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H<sub>1</sub>: Diduga terdapat pengaruh signifikan secara serempak struktur kepemilikan, financial leverage, size dan sales growth terhadap kinerja pada perusahaan dengan *growth opportunities* rendah.
- H<sub>2</sub>: Diduga terdapat pengaruh signifikan secara parsial struktur kepemilikan, financial leverage, size dan sales growth terhadap kinerja pada perusahaan dengan *growth opportunities* rendah.

## METODE PENELITIAN

### Sampel Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 sampai 2012 yaitu ada 128 perusahaan, dan sampel yang memenuhi kriteria penelitian adalah 64 perusahaan (kemudian diranking menjadi dua kelompok yaitu 32 perusahaan dengan PER tinggi dan 32 perusahaan dengan PER rendah) selama 3 tahun sehingga jumlah observasi sebesar 96 observasi untuk perusahaan dengan PER Tinggi dan 96 untuk PER rendah. Pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2010 – 2012 dan dari ruang penelusuran UPN “Veteran” Yogyakarta. Analisis data dari model dengan dukungan program Eviews. Artikel ini khusus melihat dan menguji perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah karena ingin menguji apakah dampak struktur kepemilikan, financial leverage, size dan sales growth masih berpengaruh signifikan meskipun perusahaan tersebut tidak memiliki peluang investasi (underinvestment)

### Teknik Analisis Data

#### Uji Regresi OLS

Analisis estimasi data dari seluruh model persamaan regresi dalam penelitian ini dilakukan dengan bantuan program Eviews. Analisis dalam penelitian ini menggunakan persamaan regresi yang diformulasikan sebagai berikut:

$$Q_{\text{Low-PER}} = \alpha + \beta_1 \text{INSD}_{it} + \beta_2 \text{INST}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{SG}_{it} + e_{it} \dots \text{model 1}$$

Keterangan:

- Q = tobin's Q = Nilai perusahaan  
 INSD = kepemilikan insider/internal  
 INST = kepemilikan institusi/eksternal  
 LEV = financial leverage

## Dampak Struktur Kepemilikan, Financial Leverage, Board Director terhadap Nilai Perusahaan

*Sri Dwi Ari Ambarwati & Rini Dwi Astuti*

SIZE = ukuran board of director (outsider)

SG = sales growth

TA = Total assets

e = error term

### Uji Hipotesis

Uji F digunakan untuk menguji model regresi atas pengaruh seluruh variabel bebas (independen) secara bersamaan terhadap variabel terikat (dependen) dan Uji t adalah uji parsial yang digunakan untuk menguji keterkaitan antara variabel bebas (independen) secara individual dengan variabel terikat (dependen).

### Uji Asumsi Klasik

Untuk mendapatkan model regresi yang tidak bias atau BLUE maka perlu dilakukan uji asumsi klasik meliputi uji Multikolinearitas, Autokorelasi dan heterokedastisitas.

## ANALISIS HASIL

### Hasil Regresi OLS

Berdasarkan olah data statistik evIEWS diperoleh hasil regresi OLS sebagai berikut:

Kemudian dilakukan uji asumsi klasik dan terbukti bahwa model regresi ini lolos dari uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi dan heterokedastisitas. Sehingga persamaannya:

$$Y\_RENDAH = 17.1453940301 + 1.26093065075X1 - 2.06478804296X2 - 0.142045651041X3 + 0.417578264638X4 - 0.0184286191554X5$$

### Uji Hipotesis untuk Perusahaan dengan Growth Opportunities Rendah (Model PER Rendah)

#### Pengaruh secara serempak

Berdasarkan olah data regresi OLS diatas maka dapat dapat dibuktikan secara empiris bahwa struktur kepemilikan, financial leverage, Size, dan

**Tabel 1.** Hasil Regresi OLS

Dependent Variable: Y\_RENDAH

Method: Least Squares

Date: 06/02/15 Time: 14:45

Sample: 1 96

Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17.14539	1.198487	14.30586	0.0000
X1	1.260931	1.074846	1.173126	0.2438
X2	-2.064788	1.061739	-1.944722	0.0549
X3	-0.142046	0.047340	-3.000515	0.0035
X4	0.417578	0.174638	2.391108	0.0189
X5	-0.018429	0.037700	-0.488816	0.6262
R-squared	0.194353	Mean dependent var		13.37001
Adjusted R-squared	0.149595	S.D. dependent var		0.829641
S.E. of regression	0.765074	Akaike info criterion		2.362773
Sum squared resid	52.68042	Schwarz criterion		2.523044
Log likelihood	-107.4131	Hannan-Quinn criter.		2.427557
F-statistic	4.342294	Durbin-Watson stat		1.545627
Prob(F-statistic)	0.001382			

sales growth memiliki pengaruh secara serempak terhadap kinerja perusahaan dengan growth opportunities rendah. Hal itu ditunjukkan dengan nilai probabilitas F statistik sebesar  $0,0013 < \alpha$  dari alpha ditolerir sebesar 5%. Dengan demikian hipotesis pertama terbukti dan model regresi OLS ini mampu untuk dianalisis lebih lanjut

### Pengaruh secara Parsial

Berdasarkan olah data regresi OLS maka diperoleh hasil empiris sebagai berikut:

- 1). Struktur kepemilikan Insider Ownership (INSID) secara parsial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan growth Opportunities rendah, yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas  $0,2438 > 5\%$ , sehingga hipotesis alternatif ditolak.
- 2). Struktur kepemilikan Institutional Ownership (INST) secara parsial berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan growth Opportunities rendah, yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas  $0,054 < 10\%$ , sehingga hipotesis alternatif diterima.
- 3). Financial Leverage (LEV) secara parsial berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan growth Opportunities rendah, yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas  $0,0035 < 5\%$ , sehingga hipotesis alternatif diterima.
- 4). Size (Board) secara parsial berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan growth Opportunities rendah, yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas  $0,0189 < 5\%$ , sehingga hipotesis alternatif diterima.
- 5). Sales growth (SG) secara parsial berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan growth Opportunities rendah, yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas  $0,6262 > 5\%$ , sehingga hipotesis alternatif ditolak.

### Pembahasan

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh Insider

Ownership (INSID), Institutional ownership (INST), Financial Leverage (LEV), Size of Board (Size) dan Sales growth (SG) terhadap Kinerja perusahaan dengan growth opportunities rendah.

Berdasarkan analisis statistik diperoleh hasil bahwa INSID tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan *growth opportunities* rendah, hal ini berhubungan dengan teori keagenan dimana kepemilikan insider memainkan peranan penting dalam mengurangi masalah keagenan. Untuk perusahaan dengan peluang investasi rendah maka kepemilikan insider sangat diperlukan untuk bisa mengurangi konflik keagenan, dan sangat diperlukan karena kepemilikan insider bertindak sebagai mekanisme kontrol dari perilaku manajemen perusahaan. Hasil statistik tidak signifikan, penjelasannya adalah adanya perbedaan perilaku struktur kepemilikan dalam kerangka kerja institusional yang berbeda berhubungan dengan masalah keagenan dan asimetri informasi. Namaun arah hubungan yang positif sesuai teori dimana semakin tinggi kepemilikan insider maka semakin tinggi pula kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah cenderung sedikit memiliki konflik kepentingan, karena cenderung tidak ada perilaku manajer yang mengambil proyek investasi demi kepentingan pribadinya, sehingga konflik keagenan bisa diminimalisir apalagi ditambah pengawasan yang lebih besar dari insider, maka kepemilikan insider yang lebih besar akan berhubungan dengan kinerja yang tinggi pula. Temuan ini mendukung penelitian Reyna & Encalada (2012), Conell & Servaes (2007), Ambarwati, et.al, (2011).

Kepemilikan institusional (INST) memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah artinya semakin besar kepemilikan institusional maka dapat mengurangi penggunaan ekuitas eksternal sehingga kinerja perusahaan semakin baik. Konsentrasi kepemilikan memang berpengaruh positif terhadap kinerja untuk

## Dampak Struktur Kepemilikan, Financial Leverage, Board Director terhadap Nilai Perusahaan

Sri Dwi Ari Ambarwati & Rini Dwi Astuti

perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah karena memang di situ tidak ada pemegang saham mayoritas dan minoritas seperti yang terjadi pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi. Rendahnya peluang pertumbuhan menyebabkan kebutuhan akan modal eksternal juga rendah sehingga masalah keagenan bisa dihindari. Semakin tinggi kepemilikan institusional atau eksternal maka semakin besar kontrol yang bisa dilakukan, sehingga masalah keagenan bisa dikurangi dan akhirnya kinerja perusahaan semakin baik. Temuan ini mendukung penelitian Servaes (2007)

*Financial leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah, hal ini terjadi karena perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan rendah biasanya kelebihan cashflow yang kemudian digunakan manajer untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Sehingga perusahaan membutuhkan leverage yang tinggi untuk mendongkrak kinerja perusahaan dan adanya leverage tinggi maka kontrol perusahaan dibantu oleh kreditor atau lenders, sehingga masalah keagenan bisa dikurangi dan kinerja menjadi lebih baik. Hasil statistik menunjukkan arah hubungan negatif, hal ini dimungkinkan adanya penggunaan leverage yang tidak semestinya oleh manajer. Tingkat hutang tinggi namun tidak digunakan untuk proyek investasisehingga terjadi *underinvestment* dan akhirnya menyebabkan kinerja perusahaan menurun akibat beban tetap yang harus terus ditanggung oleh perusahaan. Temuan ini mendukung Reyna & Encalada (2012), Mc Conell & Servaes (1995)

*Size of board director* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah. Artinya banyaknya direktur dari luar perusahaan dapat memberikan kontrol yang obyektif terhadap perilaku manajer bagi pemilik perusahaan, dan membatasi kebebasan manajer dalam mengambil keputusan-keputusan keuangan yang tidak menguntungkan.

Sehingga banyak penelitian menemukan bukti empiris bahwa hubungan antara size of board director dan kinerja perusahaan adalah negatif. Namun riset ini menemukan hubungan yang positif signifikan, hal ini kemungkinan karena jika terlalu banyak komposisi direktur dari luar maka semakin banyak pembatasan-pembatasan yang mereka lakukan, sehingga lebih baik komposisi direktur eksternal itu lebih kecil. Sesuai dengan penelitian San Martin (2010), Reyna & Encalada (2012) yang menemukan bukti empiris size of board berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja. Semakin kecil size of board semakin tinggi nilai perusahaan.

*Sales of Growth* mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah. Hal ini terjadi karena sedikitnya investasi yang dilakukan perusahaan menyebabkan kelebihan *cashflow* yang salah satunya berasal dari penjualan menyebabkan perusahaan mengalami underinvestmen sehingga nilai perusahaan tidak bisa meningkat. Tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham tidak terwujud. Sehingga pertumbuhan penjualan tidak mempengaruhi nilai perusahaan, karena hasil penjualan tidak dimanfaatkan dengan melakukan investai pada proyek-proyek yang menguntungkan, karena memang tidak memiliki peluang investasi. Temuan ini tidak selaras dengan penelitian Abbor (2005).

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Penelitian ini sudah bisa membuktikan bahwa secara empiris bahwa struktur kepemilikan, financial leverage, Size of board director, dan sales growth memiliki pengaruh secara serempak terhadap kinerja perusahaan dengan growth opportunities rendah.

Jika dilihat pengaruhnya secara parsial maka ditemukan bukti empiris bahwa variabel financial leverage dan size of board director berpengaruh

secara signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan growth opportunities rendah. Untuk struktur kepemilikan institusional dinyatakan berpengaruh signifikan terhadap kinerja namun pada tingkat alpha ditolerir 10%. Sedangkan Struktur kepemilikan Insider Ownership (INSID) dan Sales Growth secara parsial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan growth Opportunities rendah.

## Saran

Berdasarkan kesimpulan maka saran yang bisa disampaikan untuk perbaikan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan sebaiknya lebih memperhatikan financial leverage dan size of board director serta kepemilikan institusional karena ketiganya ini berpengaruh dalam meningkatkan kinerja perusahaan dengan growth opportunities rendah.
2. Bagi peneliti selanjutnya sebaiknya mencoba menggunakan periode penelitian yang lebih panjang sehingga ditemukan hasil penelitian yang lebih robust.
3. Penelitian ini memiliki keterbatasan pada data size of board sehingga perlu dilakukan pendekatan atau penetapan proksi yang lebih baik.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abor, 2005, The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 6, No. 5, pp 438-445
- Agarwal, R and Elston, JA 2001, 'Bank-firm relationships, financing and firm performance in Germany', *Economics Letters*, vol.72, pp.225–232.
- Agus Harjito, 2006, Substitution Relationship between the Agency Problem Control Mechanisms in Malaysia, *Siasat Bisnis*, p 111-117
- Ahmad, Abdullah and Roslan, 2012, Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms, *International Review of Business Research Papers* Vol. 8. No.5. July 2012. Pp. 137 – 155
- Brigham, E and Houston, 2006, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Penerbit Salemba, Edisi kesepuluh
- Chen, C., & T. Steiner. (2005). Tobin's q, managerial ownership, dan analyst coverage: A nonlinear simultaneous: A nonlinear simultaneous equations model. *Journal of Economics and Business* 52: 365-382.
- Eisenhardt, 1999, Agency Theory an Assesment and Review, *Academy of Management Review*, vo. 14, no. 1, pp 57-74
- Gozali, 2005, *Aplikasi analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi ketiga, Badan Penerbit UNDIP, Semarang
- Gleason KC, Mathur LK and Mathur I, 2000, 'The interrelationship between cultures, capital structure, and performance: Evidence from European retailers', *Journals of Business Research*, vol.50, pp.185-91
- Kallapur, et.al, 1999, The Asosiation Between Investment Oportunity Set Proxies and Realized Growth, *Journal of Business Finance and Accounting*, pp 505-519
- La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer dan R.W. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*. 52. 1131-1150
- La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer dan R.W. Vishny. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*. 54. 471-517
- La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer dan R.W. Vishny. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*. 58(1-2). 3-27
- La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer dan R.W. Vishny. 2000. Agency Problem and Dividend Policies Around The World. *Journal of Finance*. 60. 1-33.
- Mayer, C., 1996, Corporate Governance, competition, and performance, *Jornal of Law and Society*, 24, 152-76
- McConnell and Servaes, H. 1995, Equity Ownership and the two faces of debt, *Journal of Financial Economics*, 39, 131-57
- Mesquita and Lara 2003, 'Capital structure and profitability: The Brazilian case', Working paper, Acad-



## Dampak Struktur Kepemilikan, Financial Leverage, Board Director terhadap Nilai Perusahaan

Sri Dwi Ari Ambarwati & Rini Dwi Astuti

emy of Business and Administration Sciences Conference, Vancouver, July 11-13

Modigliani, F and Miller, M 1958, 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American Economic Review*, vol. 48 no. 3, pp. 261-97.

Modigliani, F and Miller, M 1963, 'Corporate income taxes and the cost of capital: A correction', *American Economic Review*, vol. 53, pp. 443-53.

Reyna-Encalada, 2012, Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunity Sets: Evidence from Mexican Firm, *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, Volume 8, Issue 3, pp 35-37

Riahi-Belkaouli & Picur, 2001, Investment Opportunity Sets Dependence of Dividend Yield and Price Earnings Ratio, *Managerial Finance*, Volume 27 Number 3

Smith and Watts, 1992, The Investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies, *Journal of Financial Economics*, 32, pp 263-292

Weston, J.Freud and Brigham, F.Eugene. 1992. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jilid Dua. Erlangga: Jakarta.

Wilopo dan Sekar Mayangsari. 2002. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Perilaku Manajemen Laba, Free Cash Flow Hypotesis dan Economic Value Added: Pendekatan Path Analysis. Simposium Nasional Keuangan In Memorium Prof.Dr.Bambang Riyanto. Hal:87-112.