

PROSIDING

ISBN 978-602-60245-0-3

**SEMINAR NASIONAL TAHUN KE-2
CALL FOR PAPERS DAN PAMERAN HASIL
PENELITIAN DAN PENGABDIAN
KEMENRISTEKDIKTI RI**

ECONOMIC & SOCIAL

YOGYAKARTA
18 OKTOBER 2016

**TATA KELOLA EKONOMI INDONESIA DALAM MASYARAKAT
EKONOMI ASEAN DAN MENINGKATKAN MARTABAT BANGSA
BERBASIS SUMBER DAYA ENERGI DAN MEMPERKOKOH SINERGI
PENELITIAN ANTAR PEMERINTAH, INDUSTRI, DAN
PERGURUAN TINGGI**



LEMBAGA PENELITIAN DAN PENGABDIAN MASYARAKAT
UNIVERSITAS PEMBANGUNAN NASIONAL "VETERAN"
YOGYAKARTA

2016



DAFTAR REVIEWER
SEMINAR NASIONAL, CALL FOR PAPERS, DAN PAMERAN HASIL
PENELITIAN & PENGABDIAN MASYARAKAT KEMENRISTEK DIKTI RI
18 OKTOBER 2016
LPPM UNIVERSITAS PEMBANGUNAN NASIONAL "VETERAN" YOGYAKARTA

- | | |
|---|---------------------|
| 1. Prof. Dr. Sari Bahagiarti, M.T. | (UPNVY) |
| 2. Prof. Dr. Didit Welly Udjiyanto, M.S. | (UPNVY) |
| 3. Prof. Dr. Arief Subyantoro, M.S | (UPNVY) |
| 4. Prof. Dr. Danisworo | (UPNVY) |
| 5. Prof. Dr. Bambang Prathistho | (UPNVY) |
| 6. Prof. Dr. Suwardjono, M.Sc. | (UGM) |
| 7. Prof. Dr. Jogiyanto Hartono, M.Sc | (UGM) |
| 8. Prof. Dr. Sucey Kuncoko, M.Si. | (UNNES) |
| 9. Prof. Bambang Subroto, M.M | (Brawijaya) |
| 10. Prof. Ahmad Sudiro | (Brawijaya) |
| 11. Prof. Idayanti, M.Si | (UNHAS) |
| 12. Dr. Ardhito Bhinadi, M.Si. | (UPNVY) |
| 13. Dr. Ir. Heru Sigit Purwanto, MT. | (UPNVY) |
| 14. Dr. Sri Suryaningsum, S.E., M.Si., Ak | (UPNVY) |
| 15. Dr. Jatmiko Setyawan, M.T. | (UPNVY) |
| 16. Dr. Suprajarto. | (DIRUT BNI) |
| 17. Drs. Sutoyo, M.Si. | (Bupati Bojonegoro) |
| 18. Dr. Mahreni | (UPNVY) |
| 19. Ir. Husein Kasim, MP. | (UPNVY) |
| 20. Dr. Joko Susanto, M.Si. | (UPNVY) |
| 21. Dr. Rahmat Setiawan, M.Si. | (UNAIR) |
| 22. Dr. Rahmad Sudarsono, M.Si. | (UNPAD) |
| 23. Dr. Hendro Wijanarko, SE, M.M | (UPNVY) |

Desain Kurikulum Guna Mempercepat Masa Tunggu Memperoleh Pekerjaan Bagi Lulusan Prodi Ekonomi Pembangunan <i>Sri Suharsih, Astuti Rahayu, dan Joko Susanto</i>	257
Posisi Strategis Karang Taruna Dalam Pendidikan Politik Pemilih Pemula <i>Susilastuti Dwi Nugrahajati, Basuki Agus Suparno, dan Adi Soeprapto</i>	262
Perbedaan Pengaruh Latihan Fartlek dan Circuit Training Terhadap Peningkatan Kemampuan VO_2Max pada Pemain Sepak Bola Sumintarsih <i>Sumintarsih, Tri Saptono dan Wahyu Wibowo EY</i>	269
Dampak Struktur Kepemilikan, <i>Financial Leverage</i>, <i>Size of Board</i> dan <i>Total Assets</i> terhadap Nilai Perusahaan dengan <i>Sales Growth</i> sebagai Proksi Peluang Pertumbuhan <i>Sri Dwi Ari Ambarwati Rini dan Dwi Astuti</i>	275
Mitigasi Bencana Gerakantana Daerah Tanjungsari dan Sekitarnya Kecamatan Nguntoronadi Kabupaten Wonogiri Propinsi Jawa Tengah <i>I Putu Putrawiyanta, Miftahussalam, dan Dwi Indah Purnamawati</i>	283
Strategi Penguatan <i>Branding</i> Pada Produk Olahan Salak Hasil UMKM Dewi Pule Home Industri di Desa Wisata Pulesari Melalui Perancangan Desain Kemasan (<i>Packaging</i>) dan Desain Media Promosi <i>Kartika Ayu Ardhanariswari dan Susanti Rina</i>	291
The Effect of Innovation Strategy and Company Size on Company Financial Performance in Indonesia <i>Abdul Ghofar dan Kunti Sunaryo</i>	299
Evaluasi Model Inkubator Bisnis Dalam Rangka Pemberdayaan UKM <i>Suratna dan Eny Endah Pujiastuti</i>	306
Analisis Kontribusi Komponen Teknologi dan Pengaruhnya Terhadap Kinerja Program Studi Magister Agribisnis Fakultas Pertanian UPN "Veteran" Yogyakarta <i>Nanik Dara Senjawati dan Sri Wuryani, Juarini</i>	316
Perkembangan dan Permasalahan dalam Laporan Keuangan Partai Politik <i>Sujatmika, Marita</i>	324

Dampak Struktur Kepemilikan, *Financial Leverage*, *Size of Board* dan *Total Assets* terhadap Nilai Perusahaan dengan Sales Growth sebagai Proksi Peluang Pertumbuhan

Sri Dwi Ari Ambarwati¹⁾, Rini Dwi Astuti²⁾

¹ Fak. Ekonomi, UPN Yogyakarta

email: dwiari73.sw@gmail.com

²Fak. Ekonomi, UPN Yogyakarta

email: rinidwiastuti@upnyk.ac.id

Abstract

This study examines the effect of ownership structure, financial leverage, Size of board director, and total assets on the performance of companies with low and high growth opportunities using Sales Growth Rate (SRGR). This study was performed on companies listed in Indonesia Stock Exchange 2010-2014 period is 128 companies, and samples that meet the criteria of the study is 88 companies (49 companies with a high SRGR and 39 companies with low SRGR) for 5 years so that the number of observations were 245 SRGR observation for companies with 195 to SRGR High and low. The results of the second year of research with proxy Sales Rate of Growth shows that empirically that the ownership structure, financial leverage, Size of board director, and sales growth has simultaneously influence on the performance of companies with low and high growth opportunities. Partially findings is that institutional ownership variable size of board directors and significant effect on the performance of companies with high growth opportunities. While the ownership structure Insider (Insid), financial leverage (LEV) and Total assets partially no effect on the performance of companies with high growth Opportunities. As for low growth opportunities, partially it is found empirical evidence that insider ownership variables, institutional ownership and total assets significantly affect the performance of companies with low growth opportunities. For institutional ownership structure revealed a significant effect on performance but at a rate of 10% alpha tolerated. While financial leverage and the size of the board directors partially no effect on the performance of companies with low growth Opportunities. The latter finding implies that the differences proxy for growth opportunities PER and SRGR provide different findings on the variable determinant of the company's performance.

Keyword: *ownership structure, financial leverage, opoortunities growth, sales growth rate*

PENDAHULUAN

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 minoritas dan mayoritas. (Shleifer & Vishny, 1997)

Penelitian terkait sebelumnya oleh peneliti dengan menggunakan proksi PER menghasilkan temuan secara empiris struktur kepemilikan, *financial leverage*, *Size of board*

director, dan *sales growth* memiliki pengaruh secara serempak terhadap kinerja perusahaan dengan *growth opportunities rendah dan tinggi*. Sedangkan secara parsial ditemukan bukti empiris bahwa variabel *financial leverage* dan *size of board director* berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan *growth opportunities rendah*. Untuk perusahaan dengan *growth opportunities tinggi*, jika dilihat pengaruhnya secara parsial maka ditemukan bukti empiris bahwa variabel kepemilikan institusional, *financial leverage* dan *size of board director* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan *growth opportunities tinggi*.

KAJIAN LITERATUR DAN PEGEMBANGAN HIPOTESIS (JIKA ADA)

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 profitabilitas 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:

H₁ : Diduga terdapat pengaruh signifikan secara serempak dan parsial struktur kepemilikan, financial leverage, size dan sales growth terhadap kinerja pada perusahaan dengan *Sales rate of growth* tinggi.

H₂ : Diduga terdapat pengaruh signifikan secara serempak dan parsial struktur kepemilikan, financial leverage, dan size terhadap kinerja pada perusahaan dengan *Sales rate of growth* rendah.

Penelitian ini berbeda dengan tahun sebelumnya pada proksi peluang pertumbuhan yaitu menggunakan Sales Rate Growth (SRGR) diharapkan juga menjadi masukan bagi perusahaan dalam membuat keputusan pendanaan dan struktur kepemilikan apakah benar-benar mampu meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan manajer untuk dapat membuat kebijakan yang mendukung pemilihan pendanaan dan komposisi pemilikan saham yang tepat dengan memperhatikan pula peluang pertumbuhan yang menguntungkan. Sedangkan bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat memberikan penguatan bukti empiris pengaruh struktur kepemilikan dan pendanaan terhadap kinerja dengan membedakan peluang pertumbuhan tinggi dan rendah dan menambah referensi dalam bidang manajemen keuangan.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2014. Penelitian lanjutan ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 sampai 2014 ada 127 perusahaan, dan sampel yang memenuhi kriteria penelitian adalah 88 perusahaan (49 perusahaan dengan SRGR tinggi dan 39 perusahaan dengan SRGR rendah) selama 5 tahun sehingga jumlah observasi sebesar 245 observasi untuk perusahaan dengan SRGR Tinggi dan 195 untuk SRGR rendah. Pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2010 – 2014 dan dari ruang penelusuran UPN "Veteran" Yogyakarta.

Teknik Analisis Data

Analisis estimasi data dari seluruh model persamaan regresi dalam penelitian ini dilakukan dengan bantuan program EVIEWS *versi 6*. Analisis dalam penelitian ini menggunakan persamaan regresi yang diformulasikan sebagai berikut :

$$Q_{\text{High-SRGR}} = \alpha + \beta_1 \text{INSD}_{it} + \beta_2 \text{INST}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{TA}_{it} + e_{it} \dots (\text{model 1})$$

$$Q_{\text{Low-SRGR}} = \alpha + \beta_1 \text{INSD}_{it} + \beta_2 \text{INST}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{TA}_{it} + e_{it} \dots (\text{model 2})$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

a. Hasil Analisis Regresi OLS untuk Perusahaan dengan Growth Opportunities Rendah

Berdasarkan hasil olah data regresi OLS menggunakan program eviews maka diperoleh hasil statistik sebagai berikut:

{insert table}

Sehingga persamaannya:

$$Y_RENDAH = 29.98454 - 0.727779 \text{ INSD} - 0.673488 \text{ INST} - 4.261539 \text{ LEV} - 12.87980 \text{ SIZE} + 8.410887 \text{ ASSET} + e$$

Berdasarkan olah data regresi OLS diatas maka dapat dapat dibuktikan secara empiris bahwa struktur kepemilikan, financial leverage, Size, dan total assets memiliki pengaruh secara serempak terhadap kinerja perusahaan dengan growth opportunities rendah. Sedangkan secara parsial diperoleh hasil bahwa kepemilikan insider (INSID) 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. Temuan ini tidak mendukung penelitian Reyna & Encalada (2012), Conell & Servaes (2007), Ambarwati, et.al, (2011). Kepemilikan institusional (INST) memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah artinya semakin besar kepemilikan institusional maka dapat mengurangi penggunaan ekuitas eksternal sehingga kinerja perusahaan semakin baik. *Financial leverage* memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah, hal ini terjadi karena perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan rendah biasanya lower leveraged. *Size of board director* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah. Artinya banyaknya direktur dari luar perusahaan tidak terlalu memainkan fungsi kontrol pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah. *Total Assets* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah. Temuan ini selaras dengan penelitian Abbor (2005) dan Ambarwati & Astuti (2014).

b. Hasil Analisis Regresi OLS untuk Perusahaan dengan Growth Opportunities Tinggi

Berdasarkan hasil olah data regresi OLS menggunakan program eviews maka diperoleh hasil statistik sebagai berikut:

Sehingga persamaannya:

$$Y_TINGGI = 37.02401 - 0.159601 \text{ INSD} - 0.140876 \text{ INST} - 1.20E07 + \text{LEV} - 1.236330 \text{ SIZE} + 3.98E-08 \text{ ASSET}$$

Berdasarkan olah data regresi OLS diatas maka dapat dapat dibuktikan secara empiris bahwa struktur kepemilikan, financial leverage, Size, dan total assets memiliki pengaruh secara serempak terhadap kinerja perusahaan dengan growth opportunities tinggi. Berdasarkan analisis statistik diperoleh hasil bahwa kepemilikan insider (INSID) tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan *growth opportunities* tinggi, hal ini berhubungan dengan fungsi kontrol, dimana perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi cenderung memanfaatkan pihak eksternal dalam mekanisme monitoring. Namun arah hubungan yang negataif sudah sesuai teori dimana semakin tinggi kepemilikan insider maka semakin rendah pula kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi. Kepemilikan institusional (INST) memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi artinya semakin besar kepemilikan institusional maka dapat mengurangi penggunaan ekuitas eksternal sehingga kinerja perusahaan semakin baik. Temuan ini senada pada perusahaan dengan growth opportunities rendah. *Financial leverage* memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi *Financial*

leverage memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kinerja perusahaan dengan *growth opportunities* tinggi, hal ini terjadi karena *leverage/hutang* hanya akan berperan pada meningkatnya kinerja perusahaan jika perusahaan menghadapi *growth opportunities* yang kemudian digunakan manajer untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan. *Size of board director* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan *growth opportunities* tinggi. Artinya perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi membutuhkan kontrol manajemen dari pihak eksternal lebih tinggi sehingga bisa mengurangi masalah keagenan yang muncul. Semakin banyak pihak eksternal dalam mekanisme monitoring semakin meningkatkan kinerja perusahaan. *Total Assets* mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi. Hal ini terjadi karena perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi akan menggunakan pendanaan eksternal lebih besar sehingga total aset tidak banyak digunakan sebagai kapitalisasi perusahaan.

Bagian ini menyajikan hasil penelitian. Hasil penelitian dapat dilengkapi dengan table, grafik(gambar), dan ata bagan. Bagian pembahasan memaparkan hasil pengolahan data, menginterpretasikan penemuan secara logis, mengaitkan dengan sumber rujukan yang relevan.

c. KESIMPULAN

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

Jika dilihat pengaruhnya secara parsial maka ditemukan bukti empiris bahwa variabel kepemilikan institusional dan *size of board director* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan *growth opportunities tinggi*. Sedangkan Struktur kepemilikan Insider (INSID), *financial leverage* (LEV) dan *Total assets* secara parsial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan *growth Opportunities tinggi*.

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 kepemilikan insider, kepemilikan institusional dan *total assets* 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 *financial leverage* dan *size of board director* secara parsial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan *growth Opportunities rendah*.

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

Perusahaan sebaiknya lebih memperhatikan struktur corporate governance atau tata kelola perusahaan dan total aset karena berpengaruh dalam meningkatkan kinerja perusahaan dengan *growth opportunities* rendah dan tinggi

Bagi peneliti selanjutnya sebaiknya mencoba menggunakan periode penelitian yang lebih panjang sehingga ditemukan hasil penelitian yang lebih robust.

REFERENSI

- 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. 3, 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 Asosiasi 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, Academy 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.

INST	-0.673488	0.184294	-3.654423	0.0005
LEV	-4.261539	2.802727	-1.520497	0.1333
SIZE	-12.87980	9.299479	-1.385002	0.1709
ASET	8.410887	4.110279	2.046306	0.0448

R-squared	0.230072	Mean dependent var	18.76786
Adjusted R-squared	0.169921	S.D. dependent var	20.98703
S.E. of regression	19.12101	Akaike info criterion	8.821269
Sum squared resid	23399.23	Schwarz criterion	9.013997
Log likelihood	-302.7444	Hannan-Quinn criter.	8.897823
F-statistic	3.824926	Durbin-Watson stat	1.401109
Prob(F-statistic)	0.004290		

Lampiran

Tabel OLS Peluang Pertumbuhan rendah

Total panel (balanced) observations: 195

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	29.98454	41.73331	0.718480	0.4751
INSD	-0.727779	0.214294	-3.396171	0.0012

Tabel OLS Pertumbuhan Tinggi

Total panel (balanced) observations: 245

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ϵ	17.02401	6.420291	5.750679	0.0000
INSO	-0.125641	0.142441	-1.109475	0.2671
INST	-0.140876	0.075945	-1.827818	0.0683
UPY	1.208107	1.371107	0.879428	0.3848
SDT	-1.236550	0.524408	-2.357571	0.0188
ASST	3.586108	3.761104	1.441788	0.1501
R-squared	0.072426	Mean dependent var	20.69141	
Adjusted R-squared	0.014221	S.D. dependent var	23.47188	
S.E. of regression	25.29072	Akaike info criterion	8.146670	
Sum squared resid	375214.4	Schwarz criterion	8.302360	
Log Likelihood	-3006.287	Hannan-Quinn criter	8.268955	
F-statistic	2.447685	Durbin-Watson stat	1.746638	
Prob(F-statistic)	0.033303			