

# Pengaruh Leverage dan Kinerja Perusahaan terhadap Firm Value dengan Growth Opportunities sebagai Variabel Moderasi

Diyan Lestari

Manajemen, Institute Teknologi dan Bisnis Kalbis  
Jalan Pulomas Selatan Kav. 22, Jakarta Timur 13210  
Email: diyan.lestari@kalbis.ac.id

**Abstract:** This objective of this research is to find the effect of leverage, and firm performance on firm value, this study uses growth opportunities as moderating variable. The primary goal of corporate finance is shareholder wealth maximation which is translated into the increasing of firm value. Leverage and firm performance are factors that effected the firm value. Leverage, is a management tool which can be used to decrease the agency conflict and as signal of growth opportunities that some investors see as positive signal on firm value. Firm performance, reflected the companies stability in the future. This study using panel data of manufacturing companies which is listed in Indonesia Stock Exchange from 2009 – 2015, using purposive sampling technique, this study uses 84 manufacturing companies that listed in Indonesia Stock Exchngae. Multiple regression with panel data is used to analyze the data. This study find that firm performance has positive effect on firm value, so every managers should mainatin his performance.

**Keywords:** leverage, firm performance, growth oportunties, firm value

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh leverage, dan kinerja perusahaan terhadap firm value dengan menggunakan variabel moderasi, yaitu growth opportunities. Tujuan utama dari corporate finance adalah memaksimalkan kekayaan para pemegang saham yang dicerminkan dengan adanya kenaikan firm value. Leverage, dan kinerja perusahaan merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap firm value. Leverage, merupakan salah satu tools manajemen untuk mengurangi adanya agency clonflict dan dipandang sebagai sinyal growth opportunities diharapkan memberikan nilai positif terhadap firm value. Sedangkan kinerja perusahaan mencerminkan stabilitas perusahaan di masa depan. Penelitian ini menggunakan data panel dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indonesia Stock Exchange dari tahun 2009-2015, dengan menggunakan metode purposive sampling, didapatkan 84 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data diolah dan dianalisis dengan menggunakan analisis regresi linear berganda dengan data panel. Kinerja perusahaan memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap firm value, sehingga para manajer harus terus memperhatikan tingkat kinerjanya.

**Kata kunci:** leverage, kinerja perusahaan, growth oportunties, firm value

## I. PENDAHULUAN

Perusahaan selalu ingin memaksimalkan nilai perusahaannya (*firm value*), hal tersebut dapat dicerminkan dengan meningkatnya harga saham. Setiap individu yang melakukan investasi selalu ingin memperoleh laba. Peranan manajer adalah untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Akan tetapi, terdapat beberapa hal yang menyebabkan adanya agency conflict karena adanya perbedaan interest antara para pemegang saham dengan para manajer (Vo dan Nguyen, 2014: 274).

Terdapat berbagai teori mengenai struktur modal yang optimal, teori yang dikemukakan oleh

Modigliani dan Miller (1958: 62) memberikan implikasi bahwa *corporate investment* dan pendanaan merupakan hal yang sangat penting untuk diperhatikan. Beberapa penelitian mengenai *corporate investment* dan kegiatan pendanaan sangat terkait dengan berbagai asumsi, di lain pihak *external financing cost* akan mengurangi *corporate investment* dan masing – masing pendanaan memiliki kelebihan dan kekurangan dalam aktivitas investasi (Chang dan Song, 2014: 1). Berdasarkan agency model oleh Jensen dan Meckling (1976: 6), agency conflict muncul karena pemisahan kepemilikan dan manajemen dalam sebuah perusahaan, salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik tersebut adalah

dengan meningkatkan kepemilikan para manajer. *Small investors* cenderung menghindari *leverage* tinggi maupun kepemilikan manajerial. Dalam masalah *agency*, *leverage* dan kebijakan *dividend* dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflicts*, yang dapat digunakan untuk meningkatkan *corporate governance quality* dalam sebuah perusahaan (Vo dan Nguyen, 2014: 276).

Laporan keuangan memungkinkan perusahaan untuk melakukan evaluasi terkait dengan kinerja di sebuah perusahaan, salah satunya adalah untuk menentukan kebijakan *strategic* perusahaan, terutama untuk meningkatkan nilai perusahaan yang merupakan *strategic goal* dari *financial management* (Barakat, 2014: 55). Pada laporan keuangan, kita dapat melihat juga tingkat *profitabilitas* perusahaan yang nantinya akan berpengaruh pada sebesar *retained earnings* dan *dividend* yang dibagikan kepada para pemegang saham. Semakin besar tingkat *profitabilitas* perusahaan, akan dipandang sebagai perusahaan yang menguntungkan, sehingga nilai perusahaan semakin tinggi.

Dalam penentuan kebijakan utang, perusahaan juga perlu mempertimbangkan adanya *growth opportunities*. Hal tersebut terkait dengan adanya teori *underinvestment* dan *overinvestment*. Teori *underinvestment* pertama kali dikemukakan oleh Myers (1997: 155), bahwa tingkat utang yang tinggi memberikan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan memicu para manajer untuk berinvestasi pada proyek – proyek yang menguntungkan. Dalam kondisi tanpa adanya *growth opportunities*, teori *overinvestment* sangat terkait dengan aliran kas yang digunakan. Teori tersebut menyatakan bahwa utang digunakan untuk mendukung nilai perusahaan dan ketidakefisiensi yang dilakukan oleh manajer karena adanya akses yang terbatas pada aliran kas (Ghalandari, 2013: 1425). *Growth opportunities* akan mempengaruhi seberapa besar utang yang digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaannya.

*Signaling theory* fokus pada informasi asimetris antara para manajer sebagai *insider* dan para investor sebagai *outsiders*. Ross (1977: 28) mengatakan bahwa para manajer memiliki pemahaman yang lebih baik mengenai kesempatan – kesempatan investasi pada perusahaan dibandingkan dengan *outsiders*. Kesempatan – kesempatan tersebut akan berpengaruh pada nilai perusahaan riil pada saat ini dan juga investasi di masa depan di mana *insider* memiliki informasi yang jauh lebih banyak dibandingkan dengan *outsider*. Oleh karena itu, *outsiders* akan

mempertimbangkan untuk melakukan evaluasi terhadap berbagai perubahan pada *capital structure* dan kebijakan *dividend* sebagai sinyal dari kinerja perusahaan.

Pemilihan *capital structure* yang optimal akan memberikan suatu sinyal kepada investor. Penggunaan utang yang tinggi, dinilai positif oleh para investor, karena adanya sinyal mengenai pertumbuhan dan ekspansi dari perusahaan. Sedangkan jika para manajer memutuskan untuk melakukan pendanaan dengan menerbitkan ekuitas baru, hal tersebut menandakan bahwa perusahaan memiliki prospek yang kurang bagus dan berusaha untuk mencari investor untuk berbagi kerugian. *Dividend* juga memberikan sinyal yang positif kepada para investor, karena hanya perusahaan – perusahaan yang memiliki tingkat *profitabilitas* tinggi yang dapat membayar *dividend* kepada para pemegang sahamnya (Vo dan Nguyen, 2014: 274).

#### A. Leverage dan Firm Value

Struktur modal optimal akan berpengaruh pada kinerja perusahaan, di mana hal tersebut dapat dicapai dengan meminimalkan *cost of capital* yang rendah dan memaksimalkan nilai perusahaan. Rizqia, Aisjah dan Sumiati (2013: 127) menyatakan bahwa peningkatan atau penurunan *financial leverage* dapat mempengaruhi nilai perusahaan, *leverage* memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut membuktikan adanya sinyal positif yang ditangkap oleh para investor ketika para manajer menerbitkan utang untuk melakukan pendanaan suatu proyek investasi.

Terdapat pengaruh positif antara *capital structure* terhadap nilai perusahaan yang dicerminkan dengan adanya kenaikan harga saham. Hal tersebut mengindikasikan bahwa para manajer, pemegang saham dan investor dapat melakukan analisa terhadap *financial structure* sebagai salah satu indikator dalam strategi investasi untuk memprediksi nilai sebuah perusahaan di masa depan (Barakat, 2014, pp.65). Struktur modal optimal memaksimalkan adanya kapasitas utang yang dapat membantu adanya konflik antara *stockholder-bondholder* atas kebijakan investasi (Hackbarth dan Mauer, 2009: 24). Ramadan (2015: 75) menyatakan bahwa tingkat *leverage* perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan – perusahaan *go public* di Yordania.

*Financial leverage* merupakan topik utama dalam *corporate finance*, dan penetapan yang optimal akan berpengaruh pada nilai perusahaan. Terdapat pengaruh yang signifikan antara *financial*

leverage terhadap firm value, dan financial leverage merupakan sumber pendanaan yang lebih baik dibandingkan dengan ekuitas terutama ketika dikaitkan dengan pendanaan proyek – proyek jangka panjang (Adenugba, Ige, dan Kesinro, 2016: 14). Penelitian yang dilakukan oleh Hermungsih (2013: 131), menyatakan bahwa capital structure sangat berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### B. Growth Opportunities dan Firm Value

Sebuah perusahaan, dengan kesempatan tumbuh maupun ketika melakukan ekspansi akan membutuhkan pendanaan yang cukup besar. Pada perusahaan – perusahaan dengan prospek yang bagus, pendanaan yang tinggi akan memicu meningkatnya nilai perusahaan. *Growth opportunity* merupakan kemungkinan dari sebuah perusahaan untuk tumbuh (Mai, 2006: 235).

Jika dikaitkan dengan underinvestment, penggunaan debt financing ketika perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh semakin tinggi, akan mencegah para manajer untuk berinvestasi pada proyek-proyek dengan NPV yang positif. Sehingga akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan karena dengan adanya utang yang tinggi akan menyebabkan perusahaan kehilangan kesempatan-kesempatan yang menguntungkan. Pada *free cash flow hypothesis*, terdapat free cash flow berlebih setelah berinvestasi pada proyek-proyek dengan NPV yang positif, khususnya ketika perusahaan tidak memiliki growth opportunities. Dengan adanya free cash flow berlebih, dan untuk menghindari adanya agency conflict, free cash flow dapat dikurangi dengan meningkatkan jumlah penggunaan utang maupun dengan membayarkan dividend. Sehingga akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan karena dengan adanya utang yang tinggi akan menyebabkan perusahaan kehilangan kesempatan - kesempatan yang menguntungkan. Leverage memiliki 2 fungsi, yaitu untuk meningkatkan nilai dengan mendisiplinkan para manajer dengan low growth opportunities dan berpengaruh negatif dengan adanya growth opportunities (Alonso, Iturriaga, dan Sanz, 2005: 404).

Ghalandari (2012: 1429) menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dengan adanya growth opportunities pada penggunaan utang, sedangkan akan berpengaruh positif tanpa adanya growth opportunities. Penelitian yang dilakukan oleh Chung dan Kim (1997: 422) menyatakan bahwa penggunaan utang terkait dengan penyesuaian risiko dalam sebuah keputusan investasi akan mempertimbangkan

berbagai faktor terkait dengan growth opportunities, terutama jika proyek lebih berisiko dibandingkan dengan asset yang ada.

### C. Kinerja Perusahaan dan Firm Value

Semua kegiatan perusahaan ditujukan untuk mencapai kinerja yang baik dan dicerminkan dengan adanya tingkat profitabilitas yang tinggi. Sangat penting untuk meningkatkan kinerja perusahaan untuk menciptakan rencana strategis, teknik dan model bisnis yang sesuai bagi perusahaan. Profitability, sering dikaitkan dengan adanya kemampuan untuk menghasilkan laba. Setiap laporan keuangan menyediakan pengukuran berbeda untuk mengukur kinerja perusahaan, seperti Net Income, Return on Assets (ROA), maupun Return on Equity (ROE). Kinerja perusahaan merupakan tolak ukur kesuksesan perusahaan dan menjadi acuan bagi para investor untuk menginvestasikan dana mereka. Kinerja perusahaan yang tinggi akan mendorong kenaikan harga saham, dan tentunya para investor akan merespon secara positif sinyal tersebut (Sudiyatno, Puspitasari, dan Kartika, 2012: 30).

Profitability memiliki pengaruh positif terhadap firm value, dengan begitu sebaiknya perusahaan harus terus menjaga kinerjanya agar memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Rizqia, Aisjah dan Sumiati, 2013: 127). ROA menunjukkan efisiensi dari manajemen atas pengelolaan asset dan juga merupakan pengukuran positif atas nilai perusahaan, penelitian mengindikasikan terdapat pengaruh positif antara profitability terhadap firm value (Chen dan Chen, 2011: 122).

Kinerja perusahaan, yang diukur dengan tingkat profitability dan ditujukan untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Suciati dan Cambarihan (2016: 152), dengan menggunakan data laporan keuangan pada Philippine Stock Exchange, hasil penelitian menunjukkan bahwa profitability berpengaruh positif dan signifikan terhadap firm value.

Semakin tinggi tingkat *profitability* sebuah perusahaan, maka perusahaan tersebut dinilai memiliki kinerja yang bagus. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Manurung, Suhadak dan Nuzula (2014: 2) menunjukkan bahwa tingkat *profitability* memiliki pengaruh yang positif terhadap *firm value*. Hasil yang positif tersebut berarti bahwa semakin tinggi *profitability*, maka nilai perusahaan akan semakin tinggi, yang dalam hal ini *profitability* diukur dengan menggunakan ROE, ROA dan *net profit margin*.

## II. METODE PENELITIAN

### A. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan mengikuti kriteria tertentu (*purposive*

Tabel 1 Nama perusahaan

*sampling*), yaitu perusahaan manufaktur yang *go public* terdaftar dari tahun 2009 – 2015 dan memberikan laporan keuangan yang lengkap. Perusahaan manufaktur dipilih karena memberikan kontribusi yang sangat besar, yaitu 21,02% dengan

NO	NAMA PERUSAHAAN	NO	NAMA PERUSAHAAN
1	Indocement Tunggul Prakasa Tbk	43	PT Indospring Tbk
2	Holcim Indonesia Tbk	44	PT Nipress Tbk
3	Semen Gresik Indonesia Tbk	45	PT Prima Alloy Steel Universal Tbk
4	Arwana Citramulia Tbk	46	PT Selamat Sempurna Tbk
5	Intikeramik Alamasri Industri Tbk	47	Polychem Indonesia Tbk
6	Keramika Indonesia Asosiasi Tbk	48	Eratex Djaya Tbk
7	Mulia Industrindo Tbk	49	Pan Asia Indosyntec Tbk
8	PT Surya Toto Indonesia Tbk	50	Indo Rama Synthetic Tbk
9	PT Alakasa Industrindo Tbk	51	Pan Brothers Tbk
10	Alumindo Tbk	52	Asia Pasific Fibers Tbk
11	Indal Aluminium Industry Tbk	53	PT Ricky Putra Globalindo
12	Itamaraya Tbk	54	Sunson Textile Manufacturer Tbk
13	Jakarta Kyoei Steel Work LTD Tbk	55	Nusantara Inti Corpora Tbk
14	Jaya Pari Steel Tbk	56	Sepatu Bata Tbk
15	Lion Metal Works Tbk	57	Primarindo Asia Infrastructure Tbk
16	Lionmesh Prima Tbk	58	Jembo Cable Company Tbk
17	Hanson International Tbk	59	KMI Wire and Cable Tbk
18	Pelangi Indah Canindo Tbk	60	Kabelindo Murni Tbk
19	Tembaga Mulia Semanan Tbk	61	Supreme Cable Manufacturing and ComTbk
20	PT Barito Pacific Tbk	62	PT Akasha Wira Internasional Tbk
21	PT Budi Acid Jaya Tbk	63	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk
22	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	64	Cahaya Kalbar Tbk
23	PT. Ekadharma International Tbk	65	Delta Djakarta Tbk
24	PT. Intanwijaya Internasional Tbk	66	Indofood Sukses Makmur Tbk
25	PT Indo Acidatma Tbk	67	Multi Bintang Indonesia Tbk
26	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	68	Mayora Indah Tbk
27	Berlina Tbk	69	Prashida Aneka Niaga Tbk
28	PT Champion Pacific Indonesia Tbk	70	Siantar Top Tbk
29	Trias Sentosa Tbk	71	Ultrajaya Milk Industry & Trading Comp Tbk
30	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	72	Gudang Garam Tbk
31	Japfa Comfeed Indonesia Tbk	73	Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk
32	PT Sierad Produce Tbk	74	Bentoel International Investama Tbk
33	PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk	75	Darya Varia Laboratoria Tbk
34	Tirta Mahakam Resources Tbk	76	Kalbe Farma Tbk
35	Fajar Surya Wisesa Tbk	77	Merck Indonesia Tbk
36	Indah Kiat Pulp & paper Tbk	78	Merck Sharp Dohme Pharma Tbk
37	Suparma Tbk	79	Tempo Scan Pasific Tbk
38	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	80	Mustika Ratu Tbk
39	Astra International	81	Mandom Indonesia Tbk
40	Astra Otoparts	82	Kedawung Setia Industrial Tbk
41	PT Gajah Tunggul Tbk	83	Kedaung Indag Can Tbk
42	PT Indomobil Sukses International Tbk	84	Langgeng Makmur Industry Tbk

tingkat pertumbuhan 4,63% pada tahun 2014 (Wicaksono, 2015: 1). Data laporan keuangan dan data saham perusahaan diperoleh dari www.idx.co.id dan www.finance.yahoo.com.

**B. Populasi dan Sampel**

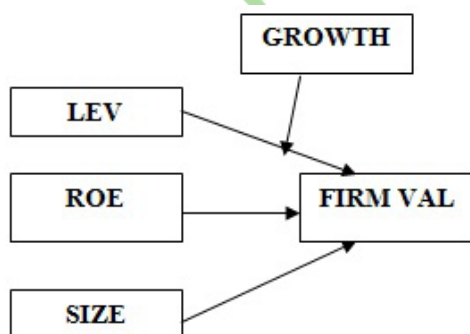
Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur go public di Indonesia yang pada dasarnya terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009-2015. Pemilihan sampel menggunakan teknik purposive sampling yang terdiri dari kriteria-kriteria sebagai berikut: 1). Perusahaan manufaktur yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian yaitu Januari 2009 sampai dengan Desember 2015, 2). Laporan keuangan merupakan laporan keuangan tahunan yang lengkap dan tersedia, 3). Terdapat data harga saham dan volume perdagangan saham yang tersedia.

Berdasarkan kriteria tersebut, terdapat 84 perusahaan yang memenuhi kriteria. Penelitian ini fokus pada leverage, growth opportunities dan kinerja perusahaan terhadap firm value. Analisis dilakukan dengan menggunakan regresi berganda dengan data panel. Berikut merupakan daftar perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini seperti pada Tabel 2.

**C. Variabel Penelitian**

Variable dependent dalam perusahaan ini adalah *firm value*, yang diukur dengan menggunakan Price to Book Value (PBV) (Manurung, Suhadak, dan Nuzula, 2014: 4). Variabel independen dalam penelitian ini adalah *leverage* yang dihitung dengan menggunakan Debt to Equity Ratio (Manurung, Suhadak, dan Nuzula, 2014: 4), *growth opportunities* dihitung dengan menggunakan Tobin’s Q (Adam dan Goyal, 2000: 5), dan kinerja perusahaan dihitung dengan menggunakan ROE (Manurung, Suhadak, dan Nuzula, 2014: 4) dan variabel control dalam penelitian ini adalah size yang diukur dengan log atas total assets.

**D. Kerangka Pemikiran**



Gambar 1 Kerangka berpikir

**E. Hipotesis**

- H1 : Leverage berpengaruh positif terhadap Firm Value
- H2: *Growth Opportunities* memperlemah pengaruh leverage terhadap firm value.
- H3: *Profitability* berpengaruh positif terhadap Firm Value

**F. Metode Analisis**

**Analisis Regresi Berganda dengan Data Panel**

Analisis regresi berganda menunjukkan hubungan secara linier antara dua atau lebih variabel independen ( $X_1, X_2, \dots, X_n$ ) dengan variabel dependen (Y) (Priyatno, 2008: 73). Pada dasarnya, analisis tersebut digunakan untuk mengetahui arah hubungan apakah masing – masing variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen apakah positif atau negatif dan untuk mengetahui terdapat kenaikan atau penurunan terhadap pengaruh tersebut. Pada penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan data panel.

Data panel merupakan data dari satu variabel atau lebih yang dikumpulkan secara berkala selama interval tertentu yang merupakan gabungan antara data times series dan cross section (Kurniawan, Herrhyanto, dan Agustina, 2015: 43), sedangkan dalam analisis data regresi berganda dengan data panel menggunakan analisis *Common Effect, Fixed Effect* dan *Random Effect*.

**G. Uji t**

Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap pengaruh dependen secara parsial dengan tingkat signifikansi tertentu.

**Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**

Koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen, nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R<sup>2</sup> yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang hampir satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan dalam memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2009:87).

**III. HASIL DAN PEMBAHASAN**

Berdasarkan analisa data, maka terdapat 84 perusahaan manufaktur yang memnuhi kriteria penelitian. Berikut merupakan data *descriptive statistics* dari masing-masing variabel.

Tabel 2 Descriptive Statistic

Variable	Mean	Median	Max	Min
FIRM VAL	49132.62	2054	12734851	-58379
LEV	1.378737	0.89	70.83000	-31.78
ROE	0.574044	0.2	128.62	-4.84
GROWTH	4.001263	0.428	1242.57	-164
SIZE	12.209	12.11	14.39	8.683

Berdasarkan tabel 2 tersebut, untuk *Firm Value* memiliki nilai mean sebesar 49.132,620; median 2.054,409; nilai maximum 12.734.851 dan nilai minimum sebesar 5.837.954. Sedangkan *Leverage* memiliki nilai mean 1,378737 dan median 0,89; maximum 70,83 serta nilai minimum -31,780. Variabel *profitability* memiliki nilai mean 0,574044; median 0,200; maximum 128,620 dan nilai minimum -4,840. Nilai mean untuk *Growth Opportunities* sebesar 4,001263; median 0,428; nilai maximum 1.242,570 dan nilai minimum sebesar -164,288. Sedangkan *Size* memiliki nilai mean sebesar 12,209 dan median 12,110, nilai maximum 14,390 dan nilai minimum 8,683.

Tabel 3 Hasil regresi berganda Common Effect

Variabel	CE	
	Coef	Prob
LEV	716.3531	0.7896
ROE	96352.78	0.0001
SIZE	16918.12	0.3037
R <sup>2</sup>		0.765801
Adj R <sup>2</sup>		0.764594
Uji Chow		
Uji Hausman		

Pada tabel 3, hasil regresi berganda dengan data panel pada Common Effect menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan antara kinerja perusahaan terhadap *firm value*.

Tabel 4 Hasil regresi berganda Fixed Effect

Variabel	FE	
	Coef	Prob
LEV	5337.162	0.0843
ROE	95696.88	0
SIZE	-16898.61	0.7069
R <sup>2</sup>		0.7967
Adj R <sup>2</sup>		0.761663
Uji Chow		0.6885
Uji Hausman		

Pada tabel 4, hasil regresi berganda dengan data panel, kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*.

Tabel 5 Hasil regresi berganda Random Effect

Variabel	RE	
	Coef	Prob
LEV	716.3531	0.7896
ROE	96352.78	0,00001
SIZE	16918.12	0.3037
R <sup>2</sup>		0.765801
Adj R <sup>2</sup>		0.764594
Uji Chow		
Uji Hausman		0.0142

Pada tabel 5, hasil regresi berganda dengan data panel pada random effect menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value*.

Berdasarkan analisa, dari hasil regresi berganda terdapat 3 hasil regresi yang perlu dianalisa, antara lain: *common effect*, *fixed effect* dan random effect. Terdapat beberapa pengujian dalam memilih model terbaik, antara lain F Test (Chow Test), Hausman Test, dan Langrangge Multiplier (LM) Test.

Pengujian pertama dilakukan untuk membandingkan antara *common effect* dan *fixed effect* dengan menggunakan F Test (Chow Test). Jika nilai probabilitas pada F Test lebih dari 0,05 maka model yang dipilih adalah *common effect*, dan sebaliknya jika nilai probabilitas pada F Test kurang dari 0,05 maka model yang dipilih adalah *fixed effect*. Berdasarkan data pada tabel 3 diperoleh bahwa, nilai probabilitas (Prob) untuk crosssection F lebih dari 0,05 yaitu 0,6885, sehingga yang dipilih adalah model *common effect* (FE).

Selanjutnya, dibandingkan antara *fixed effect* dan *random effect*. Berdasarkan pada tabel 4, perhatikan nilai probabilitas pada Hausman Test. Jika nilai probabilitas Hausman Test lebih besar dari 0,05 atau 5%, maka model yang dipilih adalah random effect (RE), akan tetapi sebaliknya jika nilai probabilitas pada Hausman Test kurang dari 0,05, maka yang dipilih adalah model *fixed effect*. Berdasarkan tabel 4, nilai probabilitas Hausman Test kurang dari 0,05, yaitu 0,0142 sehingga yang dipilih adalah model *fixed effect*.

Dari uji F Test atau Chow Test, model yang dipilih adalah *common effect*, dan pada Hausman Test yang dipilih adalah *fixed effect*. Maka tidak perlu dilakukan pengujian selanjutnya, yaitu Langrangge Multiplier (LM) Test, karena sudah dapat dilihat bahwa model yang dipilih adalah *common effect*.

Berdasarkan hasil analisa pada tabel 2, 3 dan 4 menunjukkan bahwa model yang dipilih adalah *common effect*, sehingga modal yang perlu diperhatikan adalah model *fixed effect* pada tabel 3. Pada tabel tersebut, dapat dilihat bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *firm value*. *Leverage* merupakan sumber pendanaan yang memungkinkan sebuah perusahaan untuk melaksanakan beberapa project, baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Struktur modal yang optimal akan menjadi pilihan terbaik, yaitu keadaan di mana dapat meminimalkan nilai *cost of capital* dan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil positif dan tidak signifikan ini dapat menunjukkan adanya bias yang ditangkap oleh para investor sebagai indikasi adanya suatu langkah yang positif seperti mengurangi dampak negatif *agency conflict* dan adanya indikasi sebagai langkah pendanaan pada perusahaan yang sedang melakukan ekspansi. Akan tetapi juga dianggap sebagai kondisi yang buruk jika nilai utang terlalu tinggi (Tahir, Rehman dan Rehman, 2014: 25)

Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan yang berarti bahwa semakin tinggi kinerja yang diceminkan dengan profitabilitas perusahaan, maka akan dinilai semakin tinggi oleh para investor dan sebaliknya, jika kinerja yang dicerminkan dengan tingkat profitabilitas semakin rendah akan berpengaruh turunnya nilai perusahaan.

Tabel 6 Hasil regresi berganda *Common Effect* dengan *Growth Opportunities*

Variabel	Common Effect	
	Coef	Prob
LEV	626.7271	0.8161
ROE	96326.41	0
GROWTH	87.29244	0.6775
SIZE	18634.05	0.2722
R <sup>2</sup>		0.765871
Adj R <sup>2</sup>		0.764259
Uji Chow		
Uji Hausman		

Pada tabel 6, merupakan hasil regresi berganda dengan data panel dengan *common effect* model menunjukkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0,765871 dan adjusted R<sup>2</sup> sebesar 0,764259.

Pada tabel 7, merupakan hasil regresi berganda dengan data panel dengan *fixed effect* model menunjukkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0,796761 dan adjusted R<sup>2</sup> sebesar 0,761255.

Tabel 7 Hasil regresi berganda *Fixed Effect* dengan *Growth Opportunities*

Variabel	Fixed Effect	
	Coef	Prob
LEV	5422.683	0.0805
ROE	95722.62	0
GROWTH	104.2369	0.7
SIZE	26013.07	0.6088
R <sup>2</sup>		0.796761
Adj R <sup>2</sup>		0.761255
Uji Chow		0.6926
Uji Hausman		

Tabel 8 Hasil regresi berganda *Random Effect* dengan *Growth Opportunities*

Variabel	Random Effect	
	Coef	Prob
LEV	626.7271	0.8161
ROE	96326.41	0
GROWTH	87.29244	0.6775
SIZE	18634.05	0.2722
R <sup>2</sup>		0.765871
Adj R <sup>2</sup>		0.764259
Uji Chow		
Uji Hausman		0.0219

Pada tabel 8, merupakan hasil regresi berganda dengan data panel dengan *random effect* model menunjukkan nilai R<sup>2</sup> sebesar 0,765871 dan adjusted R<sup>2</sup> sebesar 0,764259.

Berdasarkan analisa dari ketiga model tersebut, maka model yang dipilih adalah model *common effect*. Pada tabel 5, kita dapat melihat bahwa nilai R<sup>2</sup> dan adjusted R<sup>2</sup> adalah sebesar 0,765871 dan 0,764259. Nilai tersebut tidak berbeda jauh sebelum adanya variabel moderasi (*growth opportunities*), yaitu sebesar 0,765801 untuk R<sup>2</sup> dan 0,764594 untuk adjusted R<sup>2</sup>.

Berdasarkan hasil analisa tersebut, *growth opportunities* yang merupakan *moderating variable* dalam penelitian ini, antara *leverage* terhadap *firm value* tidak memperkuat adanya pengaruh antara *leverage* terhadap *firm value*. Hal tersebut karena adanya berbagai faktor yang harus diperhatikan, antara lain adanya kondisi ekonomi. Dalam kondisi ekonomi yang buruk, *investment opportunities* semakin jarang dan sebaliknya, dalam kondisi ekonomi yang baik maka *investment opportunities* akan semakin tinggi dan struktur modal optimal dapat

digunakan (Ahrends, Drobetz, dan Puhan, 2014: 37).

Para manajer harus menekankan berbagai kebijakan yang mendorong adanya kenaikan kinerja, sehingga meningkatkan nilai perusahaan (firm value). Perusahaan dengan kinerja yang selalu meningkatkan memberikan cerminan investasi yang menguntungkan, juga merupakan salah satu indikator bahwa perusahaan tersebut akan terus bertahan dalam jangka panjang.

#### IV. SIMPULAN

Penentuan struktur modal optimal sangat menentukan keberlangsungan sebuah perusahaan. *leverage*, merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi *firm value*. Kinerja perusahaan juga merupakan faktor utama yang berpengaruh terhadap *firm value*. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap *firm value*. Sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap *firm value*, sehingga para manajer harus benar – benar memperhatikan *firm performance* atau kinerja perusahaan yang dicerminkan melalui tingkat *profitability*, karena diharapkan semakin tinggi kinerja (*profit*) semakin tinggi pula nilai yang dibagikan kepada para investor yang mendorong *trust* dan investor sentiment sehingga menaikkan nilai perusahaan. Sedangkan *growth opportunities* tidak memperkuat pengaruh *leverage* terhadap *firm value*.

#### V. DAFTAR RUJUKAN

- Adam, T. & Goyal, V. K. (2000). The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables Theory and Evidence. Working Paper.
- Adebugba. et. al. (2016). Financial Leverage and Firms Value: A Study of Selected Firms in Nigeria. European Journal of Research and Reflection in Management Sciences, Vol. 4, No. 1, pp. 14-32.
- Ahrends. et. al. (2014). Cyclicity of Growth Opportunities and the Value of Cash Holdings. Working Paper.
- Alonso. et. al. (2005). Financial Decisions and Growth Opportunities: a Spanish Firm's Panel Data Analysis. Applied Financial Economics, No.15, pp.391-407.
- Barakat, A. (2014). The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Share Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies). Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 5, No.1, pp. 55-66.
- Chang, H. & Song, F. M. (2014). R&D Investment and Capital Structure. Working Paper.
- Chen, L. & Chen, S. (2011). The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator and Firm Size and Industry as Moderators. Investment Management and Financial Innovations, Vol. 8, No. 3, pp. 121-129.
- Chung, K. H. & Kim, K. H. (1997). Growth Opportunities and Investment Decisions: A New Perspective on the Cost of Capital. Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 24, No. 3, pp. 413-424.
- Ghalandari, K. (2013). The Moderating Effects of Growth Opportunities on the Relationship between Capital Structure and Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value in Iran: Case Study of Tehran Securities Exchange. Research Journal of Applied Science, Engineering and Technology, Vol 5, No. 4, pp.1424-1431.
- Ghozali, I. (2009). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS Cetakan IV. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hackbarth, D & Mauer, D. (2009). Optimal Priority Structure, Capital Structure, and Investment. Working Paper.
- Hermuningsih, S. (2013). Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and the Firm Value. Bulletin of Monetary, Economics and Banking.
- Jensen, M. & Meckling. W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3, pp. 305-360.
- Kurniawan, A. H. et. al. (2015). Model Regresi Data Panel Berganda (Contoh Kasus: Data Hubungan Valuasi Cum Dividen Price (CDP) yang Diduga Dipengaruhi oleh Laba (Earning per Share (EPS)) dan Nilai Buku Ekuitas (Book Value (BV)) pada tahun 1999 – 2000). Eurekamatika, Vol. 3, No.1, pp.42-58.
- Mai, M. U. (2006). Analisis Variabel – Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan – Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta. Ekonomika, hal. 228-245.
- Manurung, S. D. et.al. (2014). The Influence of Capital Structure on Profitability and Firm Value (A Study on Food and Beverage Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2010 – 2012 Period). Jurnal Administrasi Bisnis (JAB), Vol. 7, No.2.
- Modigliani, F. & Merton, H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review 48, pp.261-297.
- Myers, S. C. (1997). Determinants of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics, Vol 5, No. 2, pp.147-175.
- Priyatno, D. (2008). Mandiri Belajar SPSS. Jakarta: MediaKom.



- Rizqia, D. A. et. al. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No.11, pp. 120-130.
- Ramadan, I. Z. (2015). Leverage and the Jordanian Firm's Value: Empirical Evidence. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 7, No. 4, pp. 75-81.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol 8, No. 1, pp.23-40.
- Sucuahi, W. & Cambarihan, J. M. (2016). Influence of Profitability to the Firm Value of Diversified Companies in the Philippines. *Accounting and Finance Research*, Vol. 5, No.2, pp. 149-153.
- Sudiyatno, B. et. al. (2012). The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange. *American International Journal of Contemporary Research* Vol. 2, No. 12, pp. 30-40.
- Tahir, S. H. et. al. (2014). Corporate Governance and Financial Leverage Impact on the Value of Firms (Evidence from Textile Sector Pakistani Listed Companies). *The International Journal's Research of Economics and Business Studies*, Vol. 03, No. 6, pp. 25-33.
- Vo, D. H. & Nguyen, V. T. (2014). Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No. 5, pp. 274-284.
- Wicaksono, P. E. (2015). Ini 5 Sektor Penyumbang Terbesar Pertumbuhan Ekonomi RI. <http://bisnis.liputan6.com/read/2171389/ini-5-sektor-penyumbang-terbesar-pertumbuhan-ekonomi-ri>. Diakses pada 30 Oktober 2016.