

KEPEMILIKAN ASING DAN NILAI PERUSAHAAN DI PT. BURSA EFEK INDONESIA

Taufik

Dian Eka

Staff Pengajar Program MM Universitas Sriwijaya

ABSTRACT

This research aims to investigate how foreign ownership influence on firm value of 2004-2008 at firm manufacturing sectors of the Indonesian stock exchange based on firms with 1% to less than 20% foreign ownership, 20% to less than 50% foreign ownership and up to 50% foreign ownership. Purposive sampling has been carried out in this research. Of 173, only 54 firms can be taken out. From 54 sample firms, 20 firms were taken as firms with 1% to less than 20% foreign ownership, 17 firms with 20% to less than 50% foreign ownership and 17 firms up to 50% foreign ownership. Linier regression was implemented in this research to see the influence of foreign ownership to firm value. This research also includes firm size and firm growth as control variables.

I was found that firm size, firm growth and foreign ownership were a positive and significant influence on firm value with 1% to less than 20% of foreign ownership. As the level of foreign ownership increased 20% to less than 50%, only firm size and firm growth were a positive and significant influence on firm value while foreign ownership was a negative influence. When the level of foreign ownership was up to 50%, firm size, firm growth and foreign ownership were a positive and significant influence on firm value.

Since there is limitation on this research, further research is recommended to include other variables influencing firm value.

Keywords: Foreign ownership, Firm Value, Firm Size, firm growth.

I. PENDAHULUAN

Pemerintah Indonesia telah berupaya untuk mendorong agar investasi asing langsung maupun tidak langsung masuk ke Indonesia. Untuk mewujudkan hal tersebut pemerintah telah melakukan berbagai langkah antara lain melakukan deregulasi perizinan investasi sehingga diharapkan investor asing dapat lebih mudah melakukan investasi ke Indonesia. Hal ini dilakukan pemerintah karena Indonesia termasuk negara yang lamban dalam mengeluarkan izin investasi dibandingkan negara-negara asian lainnya. Langkah lain yang dilakukan pemerintah adalah memberikan tax holiday kepada investor asing. Semua kebijakan pemerintah yang memberikan pelonggaran bagi kepemilikan asing atas perusahaan di Indonesia dilakukan dengan harapan bahwa dengan banyaknya investasi asing dapat menstimulus pertumbuhan ekonomi nasional yang pada akhirnya dapat mensejahterakan rakyat.

Dalam kaitan dengan investasi asing di pasar modal Indonesia, pertumbuhan saham yang dimiliki oleh investor asing di PT. Bursa Efek Indonesia meningkat cukup tajam. Pada tahun 2010 telah tercatat bahwa investor asing menguasai 66,93% kepemilikan saham di PT. Bursa Efek Indonesia (Kontadian Sentral Efek Indonesia; 2010). Dilihat dari aspek kepentingan perusahaan, kepemilikan saham oleh investor

asing di PT. Bursa Efek Indonesia sangat penting untuk diperhatikan dalam kaitan meningkatkan nilai perusahaan.

Kajian literature keuangan menunjukkan adanya keterkaitan antara kepemilikan saham oleh investor asing dengan nilai perusahaan. Park (2001) telah menfokuskan hubungan antara kepemilikan saham oleh investor asing terhadap nilai perusahaan. Dia menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan saham oleh investor asing dengan nilai perusahaan pada tingkat kepemilikan antara 1% sampai dengan 40%. Hallward dan Driemeier (2002) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham asing lebih produktif dibandingkan perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki saham asing di negara-negara asia timur. Sementara itu Morck et.al, (1988), McConnell dan Sarvaes (1990) memfokuskan hubungan kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan. Mereka menemukan hasil yang sama yaitu terbentuk hubungan linier antara kepemilikan manajemen terhadap nilai perusahaan. Hubungan tersebut positif pada level kepemilikan yang rendah, tetapi ketika kepemilikan meningkat sampai pada level tertentu, hubungan berubah menjadi negatif.

Kajian empiris tentang kepemilikan saham oleh investor asing terhadap nilai perusahaan masih sedikit dilakukan pada pasar modal yang maju, apalagi pada pasar modal yang baru tumbuh (*Emerging market*) seperti PT. Bursa Efek Indonesia. Melihat perkembangan kepemilikan saham oleh investor asing di PT. Bursa Efek Indonesia yang cukup dominan, maka akan menimbulkan suatu permasalahan apakah kepemilikan asing pada perusahaan di PT. Bursa Efek Indonesia mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk melihat bagaimana pengaruh dari foreign ownership terhadap nilai perusahaan di PT. Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian diharapkan dapat memperkaya pengetahuan dosen, menambah kajian literature ilmiah dan memberikan informasi pada investor lokal bagaimana kepemilikan saham oleh investor asing dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Kepemilikan dan Nilai Perusahaan.

Pemisahan antara manajer, pemilik dan pemegang saham telah menjadi perhatian lama dalam riset keuangan. Meskipun pemisahan ini masih area abu karena manajer juga menjadi pemilik melalui insentif yang diberikan kepada manajer oleh pemegang saham dalam usahanya menghindari *agency cost*. Banyak literatur keuangan hanya memfokuskan manajemen sebagai pemegang saham dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa manajer yang mempunyai kepemilikan ekuitas yang tinggi di perusahaan akan mendorong mereka untuk bertindak yang terbaik untuk pemegang saham dan karena itu akan berupaya memaksimumkan nilai perusahaan. Istilah ini disebut sebagai *alignment argument*. Konsisten dengan argumentasi dengan Jensen dan Meckling, Nakamura dan Shivdasani (2000) menemukan bahwa nilai perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap kepemilikan manajer pada perusahaan di Jepang.

Argumentasi lain yang terdapat dalam literatur keuangan yang menekankan pada eksistensi dari nonlinear antara nilai perusahaan dengan kepemilikan seperti yang tertera dalam beberapa penelitian. McConnell dan Sarvaes (1990) telah menginvestigasi nilai perusahaan dengan struktur ekuitas yang berbeda. Tobin's Q diregresi dengan bentuk kepemilikan ekuitas yang berbeda yaitu kepemilikan oleh orang dalam perusahaan (*insider ownership*) yang terdiri dari *officer* dan *directors* dan kepemilikan oleh orang

luar perusahaan (*outsider ownership*) yang terdiri dari *individual*, *blockholder* dan *investor institusional*. Kepemilikan (*ownership*) dikelompokkan pada level antara 0% sampai 5%, antara 5% sampai 25% dan lebih besar 25%. Hasilnya menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang linier antara nilai perusahaan dengan *insider ownership*.

Sementara Hermalin dan Weisbach (1991) yang mencoba mengukur perbedaan yang dapat ditemukan dalam kinerja perusahaan yang dikarenakan komposisi dewan direksi (*Board of directors*) dan struktur kepemilikan (*Ownership structure*). Mereka menguji hubungan antara profitabilitas yang diukur oleh *Tobin's Q* dan *return on asset (ROA)* dan kepemilikan dari tiga bentuk kepemilikan yaitu; *insider* (*present and former chief executive officers*), *outsiders* (*non-employee directors*) dan yang lain. Dengan menggunakan Least square regression, mereka menemukan bahwa *Tobin's Q* meningkat ketika kepemilikan (*ownership*) kurang dari 1% dan hal ini mengambarkan pengurangan biaya agen (*agency cost*). *Tobin's Q* menurun pada tingkat kepemilikan lebih besar dari 20% yang mengambarkan penurunan nilai akibat peningkatan kontrol dari *insider*. Ketika *Tobin's Q* digantikan dengan *ROA*, hasil yang sama juga didapatkan. Akhirnya, hubungan antara *board composition* dengan kinerja perusahaan (*firm performance*) tidak ditemukan.

Sedikit kajian tentang pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan dalam literatur keuangan. Park (2001) sebagai contoh, telah meneliti hubungan antara nilai perusahaan dengan kepemilikan asing di Jepang. Hasilnya menyatakan bahwa ketika kepemilikan asing meningkat, kontrol terhadap institusi keuangan Jepang meningkat. Park (2001) menggunakan sampel 945 perusahaan industri yang terdaftar di Tokyo Stock Exchange tahun 1997. Dia meregres *Tobin's Q* dan kepemilikan asing (*foreign ownership*) dan kontrol variabel yang lain seperti biaya iklan, riset dan pengembangan, gaji direktur dan ukuran perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang linier antara nilai perusahaan dan kepemilikan asing. Sebagai tambahan, penelitian ini juga meregres *Tobin's Q* dalam enam katagori. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai perusahaan mempunyai hubungan yang positif dengan kepemilikan asing untuk level kepemilikan 1% sampai 40%, sedangkan jika level kepemilikan asing diatas 40%, maka hubungannya menjadi negatif.

Khanna dan Palepu (1999) meneliti interaksi antara bisnis keluarga (*Family bisnis*), institusi keuangan domestik (*Domestic financial institution*) dan institusi keuangan asing (*Foreign financial institution*) di India. Hasil penelitian menyatakan bahwa *domestic financial institution* tidak efektif memonitor dikarenakan hubungan yang negatif antara mereka dengan kinerja perusahaan. Sementara *foreign institutional investors* dapat memonitor perusahaan di India. Dengan kata lain, penelitian ini menunjukkan bahwa *foreign institutional investor* kurang tertarik menginvestasikan pada perusahaan yang bergrup dikarenakan kesulitan dalam memonitor group tersebut.

Makhija (2002) menguji hubungan antara nilai perusahaan yang di proksikan oleh log dari harga saham (*share prices*) dan log dari bentuk struktur kepemilikan (*ownership structure*) yang berbeda pada perusahaan di Cekoslovakia dengan sampel penelitian sebanyak 988 perusahaan. Struktur kepemilikan berupa *insiders* (*managers and Directors*) dan *outside blockholders* (*foreigners, restitution and fund ownership*). Studi ini menekankan pada kenyataan *foreign block holders* mendapatkan keuntungan dari informasi yang menyebabkan mereka menginvestasikan pada perusahaan-perusahaan yang menguntungkan. Studi ini juga menghipotesa bahwa *foreigners* memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan mereka *superior* didalam teknologi dan manajemen yang mereka kontribusikan kepada perusahaan. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa nilai saham berhubungan positif dengan *insiders*, *foreigners* dan *restitution* dan sebaliknya berhubungan negatif dengan *fundholdings*.

III. METODE PENELITIAN

3.1. Rancangan Penelitian

Penelitian ini bersifat kausalitas yang bertujuan untuk melihat pengaruh antar dua variabel atau lebih (Kuncoro;2003). Variabel dalam rancangan penelitian ini adalah nilai perusahaan dan kepemilikan saham asing serta beberapa control variabel terdiri dari *firm size* dan *firm growth*

3.2. Data, Populasi dan Sampel penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data kuantitatif yang berasal dari laporan keuangan perusahaan, *the Indonesian capital market directory* dan *the Indonesian facts book* dari tahun 2004-2008. Data yang terkumpul kemudian ditabulasi dan diolah dengan menggunakan perangkat lunak (software) SPSS 14 dengan level of confidence 95%. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terkelompok dalam sektor manufakturing di PT bursa efek Indonesia dari tahun 2004 – 2008. Penelitian ini mengkhususkan pada perusahaan di sektor manufakturing dengan alasan bahwa pada sektor ini mempunyai jumlah perusahaannya paling banyak di bandingkan sektor-sektor lain, sehingga diharapkan dapat mewakili dari sektor-sektor lain yang ada di PT bursa efek Indonesia. Pemilihan sampel penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Adapun kreteria pemilihan sample adalah sbb:

- a. Perusahaan memberikan data laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2004-2008.
- b. Perusahaan memberikan laporan tentang kepemilikan saham oleh investor asing, nilai perusahaan, perusahaan dari tahun 2004 – 2008

Dari 173 perusahaan di PT. Bursa Efek Indonesia yang menjadi populasi penelitian ini, sebanyak 54 perusahaan terpilih menjadi sampel penelitian ini. Dari 54 sampel yang terpilih, terpilih 20 perusahaan yang mempunyai saham kepemilikan asing 1% sampai dengan kurang dari 20%, 17 perusahaan yang mempunyai saham kepemilikan asing 20% sampai dengan kurang dari 50% dan 17 perusahaan yang mempunyai saham asing di atas 50%.

3.3. Variabel, Definisi Operasional dan Ukuran Variabel Penelitian.

3.3.1. Variabel Dependen

1. **Nilai Perusahaan:** menunjukkan tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelolah aset yang dimiliki berdasarkan persepsi investor yang diukur dengan $(\text{Total assets} - \text{Book Value of Equity} + \text{Market Value of Equity}) / \text{Total Asset}$ (Aggrawal dan Kyaw; 2006).

3.3.2. Variabel Independen

1. **Kepemilikan Asing (Foreign ownership):** merupakan persentasi dari saham perusahaan di PT. Bursa Efek Indonesia yang dimiliki oleh bukan warga negara Indonesia. Penelitian ini membagi ukuran variabel kepemilikan saham oleh investor asing menjadi 3 kelompok yaitu 1% sampai kurang dari 20%, 20% sampai kurang dari 50%, dan 50% keatas.
2. **Variabel kontrol**

Penelitian ini memasukkan beberapa variabel kontrol yang terdiri dari:

- a. **Firm size** merupakan ukuran besarnya perusahaan sebagai proksi semakin besarnya lingkup pengendalian perusahaan yang diukur dengan \log Total sales (Bhabra dan Maling; 2000)
- b. **Firm growth:** menunjukkan besarnya kecilnya pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan perubahan persentasi dari total asset (Cooke; 1991).

3.4. Teknis Analisis Data

Teknis analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Cross-sectional, times-series ordinary least squares piecewise regression* dengan melakukan pengujian antara nilai perusahaan terhadap kepemilikan asing dan variabel control yaitu *firm size* dan *firm growth* menurut masing-masing kelompok kepemilikan 1% sampai kurang dari 20% (model persamaan regresi 1), 20% sampai kurang dari 50% (model persamaan regresi 2), dan 50% ke atas (model persamaan regresi 3). Model persamaan regresi tersebut adalah sebagai berikut:

$$Y_{1i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FO1_{I,t} + \alpha_2 size1_{I,t} + \alpha_3 Growth1_{I,t} + e_{1,I,t} \quad (\text{model 1})$$

$$Y_{2i,t} = \beta_0 + \beta_1 FO2_{I,t} + \beta_2 size2_{I,t} + \beta_3 Growth2_{I,t} + e_{2,I,t} \quad (\text{model 2})$$

$$Y_{3i,t} = \infty_0 + \infty_1 FO3_{I,t} + \infty_2 size3_{I,t} + \infty_3 Growth3_{I,t} + e_{3,I,t} \quad (\text{model 3})$$

Dimana:

$Y_{1i,t}$ = Dependen variabel berupa nilai perusahaan perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan 1% sampai kurang dari 20%.

$Y_{2i,t}$ = Dependen variabel berupa nilai perusahaan perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan 20% sampai kurang dari 50%.

$Y_{3i,t}$ = Dependen variabel berupa nilai perusahaan perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan diatas 50%..

$\alpha_1 FO1_{I,t}$ = Kepemilikan asing antara 1% sampai kurang 20% atas saham perusahaan ke - i dan waktu ke - t

$\beta_1 FO2_{I,t}$ = Kepemilikan asing antara 20% sampai kurang 50% atas saham perusahaan ke - i dan waktu ke - t

$\infty_1 FO3_{I,t}$ = Kepemilikan asing 50% ke atas saham perusahaan ke - i dan waktu ke - t

$\alpha_2 size1_{I,t}$ = Besarnya ukuran perusahaan untuk perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan 1% sampai kurang dari 20%

$\beta_2 size2_{I,t}$ = Besarnya ukuran perusahaan untuk perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan 20% sampai kurang dari 50%

$\infty_2 size3_{I,t}$ = Besarnya ukuran perusahaan untuk perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan diatas 50%

$\alpha_3 Growth1_{I,t}$ = Besarnya pertumbuhan perusahaan untuk perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan 1% sampai kurang dari 20%

$\beta_3 Growth2_{I,t}$ = Besarnya pertumbuhan perusahaan untuk perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan 20% sampai kurang dari 50%

$\infty_3 Growth3_{I,t}$ = Besarnya pertumbuhan perusahaan untuk perusahaan ke - i dan waktu ke - t untuk kepemilikan 50% ke atas.

α_0 = Nilai konstanta persamaan dari model regresi untuk

- kepemilikan asing antara 1% sampai kurang 20% atas saham perusahaan ke - i dan waktu ke - t
- β_0 = Nilai konstanta persamaan dari model regresi untuk kepemilikan asing antara 20% sampai kurang 50% atas saham perusahaan ke - i dan waktu ke - t
- ∞_0 = Nilai konstanta persamaan dari model regresi untuk kepemilikan asing lebih dari atas saham perusahaan ke - i dan waktu ke - t
- $e_{1,1,t}$ = Nilai error persamaan regresi untuk kepemilikan asing antara 1% sampai kurang 20%
- $e_{2,1,t}$ = Nilai error persamaan regresi untuk kepemilikan asing antara 20% sampai kurang 50%
- $e_{3,1,t}$ = Nilai error persamaan regresi untuk kepemilikan asing 50% ke atas.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.2. Hasil Penelitian

1. Hasil Regresi Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 1% Sampai Dengan Kurang Dari 20%

Hasil regresi untuk perusahaan dengan kepemilikan asing antara 1% sampai dengan kurang dari 20% dapat dilihat pada tabel 4.1, 4.2 dan 4.3 di bawah ini

Tabel 4.1

Nilai Anova Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 1% Sampai Dengan Kurang Dari 20%

ANOVA						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.031	3	.014	7.247	.011
	Residual	4.654	96	.0543		
	Total	4.685	99			

Sumber: Hasil olah data

Tabel 4.2

Nilai Coeficient Regresi Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 1% Sampai Dengan Kurang Dari 20%

Model 1	Coefficients				t	Sig.
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Beta		
	B	Std. Error				
(Constant	.116	.146			3.213	.043
FIRM SIZE	.095	.025			4.842	.012
FIRM GROWTH	.030	.018			6.627	.000
FOREIGN OWNERSHIP	.093	.003			5.297	.000

Sumber: Hasil olah data

Tabel 4.3
**Nilai *Adjusted R Square* Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 1%
Sampai Dengan Kurang Dari 20%**

Model Summary(b)				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.106(a)	.136	.315	.25520

Sumber: Hasil olah data

Secara statistik pengujian signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilakukan dengan dua cara yaitu secara bersama-sama (simultan) dan parsial. Uji pengaruh simultan dilakukan untuk mengetahui apakah variable independen secara bersama-sama mempengaruhi variable dependen. Hasil uji simultan dapat dilihat pada nilai F dan signifikansinya. Berdasarkan hasil uji signifikansi secara simultan seperti terlihat pada tabel 4.1 di atas, didapat nilai F sebesar 7.247 dengan signifikansi 0.011. Dengan hasil signifikansi sebesar 0.011 yang jauh lebih kecil dari *level of significance* (0.05) maka dapat disimpulkan bahwa variable *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing secara bersama-sama mempengaruhi variable nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan saham asing antara 1% sampai dengan kurang dari 20%.

Sementara itu jika dilihat hasil uji signifikansi secara parsial seperti terlihat pada pada tabel 4.2 di atas, dari 3 variabel independen yang diuji terhadap variabel dependen, ternyata semua variabel dependen yang terdiri dari *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan saham asing antara 1% sampai dengan kurang dari 20%. Nilai signifikansi variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan masing-masing 0,012, 0,000 dan 0,000. Secara matematis hasil persamaan regresi tersebut dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y_1 = 0,116 - 0,095X_1 + 0,030X_2 + 0,093X_3 + e$$

Jika dilihat hasil adjusted *R square* seperti terlihat pada tabel 4.3 di atas, maka peran ketiga variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan saham asing antara 1% sampai dengan kurang dari 20% cukup besar besar yaitu 31,5%. Hal ini mengindikasikan bahwa hampir separuh peningkatan ataupun penurunan nilai perusahaan dipengaruhi oleh tiga variabel tersebut dan sisanya dipengaruhi variabel independen yang lain.

2. Hasil Regresi Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 20% Sampai Dengan Kurang Dari 50%

Tabel 4.4

Nilai Anova Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 20% Sampai Dengan Kurang Dari 50%

ANOVA

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.699	3	.233	9.113	.000
	Residual	2.070	81	.026		
	Total	2.769	84			

Sumber: Hasil olah data

Tabel 4.5

Nilai Coeficient Regresi Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 20% Sampai Dengan Kurang Dari 50%

Coefficients

Model 1	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.087	.364		4.235	.001
FIRM SIZE	-.079	.158	-.049	5.216	.006
FIRM GROWTH	-.049	.010	-.490	5030	.000
FOREIGN OWNERSHIP	-.087	.023	-.052	-5.250	.000

Sumber: Hasil olah data

Tabel 4.6

Nilai Adjusted R Square Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 20% Sampai Dengan Kurang Dari 50%

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.502(a)	.252	.225	.15957

Sumber: Hasil olah data

Nilai *anova*, *coefficient* regresi dan *adjusted R square* dari hasil regresi untuk perusahaan dengan kepemilikan asing antara 20% sampai dengan kurang dari 50% dapat dilihat pada tabel 4.4, 4.5 dan 4.6 di atas.

Pengujian tingkat signifikansi telah dilakukan baik secara simultan maupun parsial terhadap variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing 20% sampai dengan kurang dari 50%. Esensi dari pengujian ini sama seperti diatas yaitu untuk mengetahui apakah variable independen secara bersama-sama mempengaruhi variable dependen. Berdasarkan hasil uji signifikansi secara simultan seperti terlihat pada tabel 4.4 di atas didapat nilai F sebesar 9,113 dengan signifikansi 0.000. Nilai ini mengambarkan bahwa

signifikansi sebesar 0.000 yang jauh lebih kecil dari *level of significance* (0.05) sehingga dapat disimpulkan bahwa variable *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing secara bersama-sama mempengaruhi variable nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan saham asing antara 20% sampai dengan kurang dari 50%.

Jika melihat hasil uji signifikansi secara parsial atas variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan seperti terlihat pada tabel 4.5 di atas, maka semua variabel dependen yang terdiri dari *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing berpengaruh dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan saham asing antara 1% sampai dengan kurang dari 20%. Namun demikian hanya variabel *firm size* dan *firm growth* memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan sedangkan kepemilikan asing memberikan pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan dengan nilai signifikan simasing-masing 0,006, 0,000 dan 0,000. Secara matematis hasil persamaan regresi tersebut dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y_1 = 0,116 - 0,076X_1 - 0,049X_2 - 0,087X_3 + e$$

Sementara itu dominasi pengaruh ketiga variabel tersebut yaitu *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing 20% sampai dengan kurang dari 50% yang diukur dengan nilai *adjusted R square* seperti terlihat pada tabel 4.6 di atas sebesar 22,5%. Keadaan ini menggambarkan bahwa variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan saham asing antara 20% sampai dengan kurang dari 50% tidak begitu cukup besar. Dengan kata lain bahwa pada perusahaan dengan kepemilikan asing 20% sampai dengan kurang dari 50%, peran faktor lain dalam mempengaruhi nilai perusahaan masih besar yaitu sebesar 77,5%.

3. Hasil Regresi Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing 50% Ke atas

Hasil pengujian baik secara simultan maupun parsial untuk melihat tingkat signifikansi atas variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing 50% ke atas dapat dilihat pada tabel 4.7 di bawah ini. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah variable independen secara bersama-sama mempengaruhi variable dependen. Hasil uji simultan tersebut menunjukkan bahwa nilai F sebesar 6,543 dengan nilai signifikansi 0.000. Jika dibandingkan dengan *level of significance* (0.05) yang digunakan dalam penelitian ini, maka nilai signifikansi sebesar 0.000 yang jauh lebih kecil. Hasil ini menggambarkan bahwa pada perusahaan dengan kepemilikan saham asing 50% ke atas, variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing secara bersama-sama mempengaruhi variable nilai perusahaan.

Sementara itu hasil uji signifikansi secara parsial atas variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan seperti terlihat pada tabel 4.8 di atas, maka semua variabel dependen yang terdiri dari *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing 50% ke atas. Nilai signifikansi dari ketiga variabel tersebut terhadap nilai perusahaan adalah masing-masing 0,016, 0,000 dan 0,003. Hasil persamaan regresi dari variabel independen dan variabel dependen secara matematis hasil persamaan regresi tersebut dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y_1 = 0,171 + 0,0246X_1 + 0,013X_2 + 0,0267X_3 + e$$

Peranan ketiga ketiga variabel tersebut yaitu *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing 50% ke atas tidak jauh berbeda pada perusahaan dengan kepemilikan asing 20% sampai dengan kurang dari 50%. Jika melihat hasil pada tabel 4.9 di atas, maka nilai *R square* sebesar 24,1%. Kondisi ini menunjukkan bahwa variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing 50% ke atas masih banyak dipengaruhi oleh variabel lain dibandingkan dengan variabel *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing, Hampir 75,9% faktor ekternal lain yang mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai *anova* dan *coefficient* dari hasil persamaan regresi untuk perusahaan dengan kepemilikan asing 50% ke atas dapat dilihat pada tabel 4.7 dan 4.8 dan 4.9 di bawah ini

Tabel 4.7
Nilai Anova Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing 50% Ke atas

ANOVA						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.057	3	.019	6.543	.000
	Residual	2.856	81	.035		
	Total	2.1913	84			

Sumber: Hasil olah data

Tabel 4.8
Nilai Coeficient Regresi Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing 50% Ke atas

Model 1	Coefficients			t	Sig.
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.171	.039		4.456	.043
FIRM SIZE	.0246	.022	.139	6.954	.016
FIRM GROWTH	.013	.024	.061	.544	.000
FOREIGN OWNERSHIP	.0267	.046	.053	5.976	.003

Sumber: Hasil olah data

Tabel 4.9
Nilai Adjusted R Square Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing 50% Ke atas

Model Summary(b)				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.139(a)	.294	.241	.18778

Sumber: Hasil olah data

5.3. Pembahasan

1. *Firm size*, *firm growth*, Kepemilikan asing dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 1% Sampai Dengan Kurang Dari 20%.

Nilai Koefisien dari persamaan regresi antara *firm size* dengan nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing 1% sampai dengan kurang dari 20% adalah positif dan signifikan seperti terlihat pada tabel 4.1 dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,095 dan signifikansi 0,019. Keadaan ini menggambarkan bahwa jika perusahaan meningkatkan *firm size* sebesar 1%, maka akan dikuti peningkatan nilai perusahaan sebesar 9,5%. Hubungan yang positif ini ini sangat realistik secara teoritis. Jika perusahaan melakukan peningkatan skala perusahaan dalam operasinya sudah barang tentu akan membutuhkan tambahan modal yang cukup besar. Namun demikian juga akan menimbulkan kemampuan perusahaan didalam menghasilkan keuntungan lebih besar. Pada perusahaan dengan kepemilikan asing yang berada antara 1% sampai dengan 20%, tendensi modal yang dipakai adalah dengan melakukan penahanan laba perusahaan untuk melakukan peningkatan dalam operasi perusahaan, sehingga diharapkan pada akhirnya dapat memberikan peningkatan keuntungan perusahaan dan nilai perusahaan itu sendiri.

Sementara itu *firm growth* perusahaan juga memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing yang berada antara 1% sampai dengan 20%. Nilai koefisien regresi antara *firm growth* dan nilai perusahaan adalah 0,030 dengan signifikansi 0,000. Keadaan ini mengindikasikan bahwa jika perusahaan tumbuh sebesar 1% akan memberikan kontribusi kenaikan nilai perusahaan sebesar 3%. Peningkatan pertumbuhan perusahaan sudah barang tentu akan peningkatan kinerja perusahaan. Pada perusahaan yang kepemilikan asingnya yang berada 1% sampai dengan kurang dari 20%, pertumbuhan masih menjadi perhatian dalam rangka untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Adapun hasil regresi antara kepemilikan asing pada perusahaan dengan kepemilikan asing 1% sampai dengan kurang dari 20% menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil regresi tersebut yang terdapat pada tabel 4.1 didapat nilai koefisien regresi sebesar 0,93 dan signifikansi 0,000. Jika dilihat dari hasil koefisien tersebut maka peran kepemilikan asing terhadap peningkatan nilai perusahaan tersebut cukup signifikan. Jika terjadi peningkatan kepemilikan asing sebesar 1% akan menaikkan nilai perusahaan 9,3%, begitu juga sebaliknya. Hubungan antara nilai perusahaan dengan kepemilikan asing antara 1% sampai dengan kurang dari 20% pada perusahaan-perusahaan di PT. Bursa Efek Indonesia dari tahun 2004 sampai dengan 2008 adalah non-liner. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Morck et al (1988) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara nilai perusahaan dengan kepemilikan asing meskipun level persentase kepemilikan yang digunakan dalam penelitian ini berbeda dengan yang dilakukan Morck. Hubungan yang positif ini mendukung *alignment hypothesis* yang menyatakan bahwa keberadaan kepemilikan asing pada level yang rendah meningkatkan nilai perusahaan yang pada akhirnya kesejahteraan kepada semua pemegang saham.

Hasil pengujian secara bersama-sama menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan. Keadaan ini ditunjukkan dengan hasil nilai F sebesar 7,247 dengan signifikansi 0,011 pada tabel 4.2. Hasil pengujian ini juga mengindikasikan bahwa *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing mempengaruhi nilai perusahaan di PT. Bursa Efek Indonesia dari tahun 2004 sampai dengan 2008 pada perusahaan dengan kepemilikan asing 1% sampai dengan kurang dari 20% dengan nilai *Adjusted R square* sebesar 31,5% seperti yang terlihat pada tabel 5.9 diatas. Melihat hasil ini dapat dikatakan kepemilikan saham asing 1% sampai dengan kurang dari 20% di PT. Bursa

Efek Indonesia dapat dikatakan bahwa level kepemilikan tersebut berada pada level yang rendah untuk kepemilikan saham oleh asing. Penelitian ini sejalan dengan temuan Morck namun beda persentase tingkat rendah kepemilikan saham oleh asing.

2. Firm size, firm growth, Kepemilikan asing dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Antara 20% Sampai Dengan Kurang Dari 50%

Pada perusahaan dengan kepemilikan asing 20% sampai dengan kurang 50%, nilai Koefisien dari persamaan regresi antara *firm size* dengan nilai perusahaan adalah negatif dan signifikan. Adapun nilai koefisien regresi tersebut adalah sebesar -0,079 dan signifikansi 0,006 seperti yang terlihat pada tabel 4.4 di atas. Semua ini menunjukkan bahwa jika perusahaan meningkatkan *firm size*nya sebesar 1%, maka akan dikuti penurunan nilai perusahaan sebesar 7,9%. Menurut beberapa hasil penelitian sebelumnya kebanyakan terdapat hubungan yang positif antara *firm size* dengan nilai perusahaan. Banyak strategi yang dapat dilakukan perusahaan dalam meningkatkan labanya yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan dan ujung-ujungnya memberikan kesejahteraan kepada pemegang saham. Salah satunya adalah meningkatkan ukuran perusahaan menjadi lebih besar sehingga dapat meningkatkan skala produksi dan skala penjualan produk dan efisiensi operasional perusahaan. Namun demikian para pemegang saham asing pada perusahaan dengan kepemilikan asing 20% sampai dengan kurang dari 50% tampaknya kurang begitu perhatian dalam peningkatan ukuran perusahaan, sehingga terjadi kondisi yang tolak belakang antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan.

Keadaan yang sama juga terjadi pada *Firm growth* atau pertumbuhan perusahaan yang merupakan sesuatu hal yang penting yang selalu diperhatikan di perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *firm growth* perusahaan juga memberikan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing yang berada antara 20% sampai dengan 50%. Nilai koefisien regresi antara *firm growth* dan nilai perusahaan adalah -0,049 dengan signifikansi 0,000. Keadaan ini mengindikasikan bahwa jika perusahaan tumbuh sebesar 1% akan memberikan kontribusi penurunan nilai perusahaan sebesar 4,9%. Secara teoritis peningkatan pertumbuhan perusahaan sudah barang tentu akan meningkatkan kinerja perusahaan. Keadaan yang bertentangan justru terjadi pada perusahaan yang kepemilikan asingnya 20% sampai dengan kurang dari 50%, dimana pertumbuhan tidak menjadi perhatian dalam rangka untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Disisi lain, kepemilikan asing juga memberikan pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan asing 20% sampai dengan kurang dari 50%. Nilai koefisien regresi adalah -0,087 dengan signifikansi 0,000. Hasil regresi tersebut dapat dilihat pada tabel 4.5. Jika kenaikan kepemilikan asing sebesar 1% akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 8,7% begitu juga sebaliknya. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian dengan kepemilikan saham asing 1% sampai dengan 20%. Hasil penelitian ini mendukung *entrenchment hypothesis* dimana pemilik asing (jika mereka manajer atau direktur) akan melindungi mereka dari tekanan pasar dan pengambil alihan. Dalam situasi seperti ini biasanya para pemilik asing akan berkerja keras untuk memaksimumkan kesejahteraan mereka sendiri dari pada untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hiller dan McColgan (2001), Hermalin dan Weisbach (1990) dimana

mereka menemukan bahwa pada tingkat kepemilikan asing yang mulai meningkat akan menimbulkan *entrenchment* yang pada akhirnya kepemilikan asing dapat memberikan pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengujian secara bersama-sama memberikan memberikan indikasi bahwa semua variabel independen (*firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing) memberikan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap variabel dependen (nilai perusahaan) dengan nilai F sebesar 9,113 dan signifikansi 0,000 dan *Adjusted R square* 22,5%. Namun demikian pengaruh yang signifikansi ini tidak memberikan dampak yang positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan kepemilikan 20% sampai dengan kurang dari 50% pada perusahaan di PT. Bursa Efek Indonesia dari tahun 2004 sampai dengan 2008 karena dimungkinkan para pemilik asing akan melakukan *entrenched* dan mengisolasi dari tekanan pasar sehingga akan hanya menyelamatkan mereka sendiri tanpa memikirkan peningkatan nilai perusahaan.

3. *Firm size*, *firm growth*, Kepemilikan asing dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Dengan Kepemilikan Asing Di atas 50%

Ukuran perusahaan (*firm size*) pada perusahaan dengan kepemilikan asing di atas 50% juga memberikan pengaruh yang positif dan signifikan. Berdasarkan hasil regresi seperti terlihat pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa koefisien regresi *firm size* terhadap nilai perusahaan sebesar 0,0246 dengan signifikansi 0,016. Artinya bahwa 1% peningkatan *firm size* akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 2,46% peningkatan pada nilai perusahaan. Kondisi ini juga menunjukkan bahwa jika kepemilikan asing meningkat lagi diatas 50% maka mereka akan memperhatikan pengembangan usaha yang pada akhirnya diharapkan mensejahterakan mereka dan para pemegang saham.

Disisi lain *firm growth* atau pertumbuhan perusahaan yang merupakan sesuatu hal yang penting yang selalu diperhatikan di perusahaan juga memberikan pengaruh yang positif dan signifikan pada perusahaan dengan kepemilikan asing diatas 50%. Nilai koefisien regresi variabel *firm growth* dan nilai perusahaan adalah 0,013 dengan signifikansi 0,000. Posisi ini menggambarkan bahwa jika terjadi peningkatan pertumbuhan perusahaan maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 1,3%. Indikasi ini menunjukkan semakin banyak kepemilikan asing, maka semakin tinggi perhatian mereka pada peningkatan nilai perusahaan dikarenakan mereka punya kepentingan besar terhadap kesejahteraan mereka.

Pada saat terjadi peningkatan kepemilikan asing pada level yang lebih tinggi dari phase sebelumnya yaitu dari kepemilikan asing 20% sampai dengan 50%, maka hal yang bertolak belakang terjadi. Pada saat kepemilikan asing di atas 50%, maka hasil regresi menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan antara kepemilikan asing di atas 50% terhadap nilai perusahaan. Hal ini bertentangan dengan hasil regresi pada saat kepemilikan asing 20% sampai dengan 50%. Nilai koefisien regresi adalah 0,0267 dengan signifikansi 0,003. Hal ini mengindikasikan bahwa kehadiran kepemilikan asing di atas level yang lebih tinggi yaitu di atas 50% akan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Peneliti sebelumnya membuktikan bahwa jika peningkatan kepemilikan asing semangkin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Meskipun persentase kenaikan kepemilikan asing dalam penelitian mereka berbeda-beda, namun mereka sepakat bahwa jika terjadi peningkatan kepemilikan asing pada level tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan. Pada penelitian kepemilikan asing di PT. Bursa Efek Indonesia, pengaruh yang positif kembali terjadi pada level kepemilikan asing di atas

50%. Para peneliti membuktikan fenomena ini menunjukkan bahwa kepemilikan asing pada level yang tinggi mereka akan bekerja yang terbaik untuk mensejahterakan para pemegang saham (Cho, 1996). Pada studi ini jika kepemilikan asing meningkatkan diatas 20% akan menimbulkan kepentingan semua pemegang saham sehingga mereka berusaha untuk memaksimumkan kesejahteraan para pemegang saham. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian oleh Iturriage dan Sanz (2000) yang membuktikan bahwa kepemilikan asing yang berada di atas 50% akan meningkatkan nilai perusahaan.

Jika dilihat hasil uji secara bersama-sama bahwa *firm size*, *firm growth* dan kepemilikan asing memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai F sebesar 6,543 dan signifikansi 0,000 dan *Adjusted R square* 24,1%. Peningkatan pada level yang lebih tinggi lagi nyatanya memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa jika pemilik asing mempunyai porsi yang lebih tinggi maka mereka akan bekerja secara optimal untuk kepentingan semua pemegang saham.

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Kepemilikan asing mempengaruhi secara positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sektor manufaktur di PT Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2008 jika kepemilikan asing berada pada level 1% sampai dengan kurang dari 20% dan kepemilikan asing diatas 50%. Jika kepemilikan asing berada pada level 20% sampai dengan kurang dari 50%, maka pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan negatif. Sementara itu untuk variabel kontrol berupa *firm size* dan *firm growth* memberikan pengaruh yang positif dan signifikan untuk semua level kepemilikan asing.

5.2. Saran

Faktor fundamental dan prilaku kepemilikan asing hendaknya menjadi perhatian investor dalam melakukan investasi di PT. Bursa Efek Indonesia. Mengingat baru beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini, kiranya dapat menambahkan variabelkontrol yang lain untuk peneliti berikutnya. Kiranya membedakan tipical kepemilikan asing menjadi *concentred* dan *dispersed foreign ownership structure* untuk penelitian berikutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R and Kyaw, A,N (2006)," *Leverage, Investment Opportunities And Firm Value*", Kent State University.
- Bharbra, M. and L. Maling, (2000)" Managerial Ownership and Firm Value; Evidence form New Zealand," Working paper
- Cho, M, (1998)," Ownership Structure, Investment and Corporate Value; An Empirical Analysis' Journal of Financial Economics, Vol. 47. p. 103-121
- Cooke,T,E (1991)," *An Assessment of Violuntary Disclosure in the Annual Report of Japanese Corporation*', The International Journal of Accounting, vol. 20, no,1.
- Hermalin,E and M. Weisbach, (1991)," The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", Financial Management, Vol. 20, No. 4. p. 101 – 113.

- Hiller,D.and P. McColgan, (2001)," Insider Ownership and Corporate Value: An Emperical Test From The United Kingdom Corporate Sector", Working Paper.
- Iturriage, F and J. Sanz, (2000)," Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment; A Spanish Firm Simultaneous Equation Analysis" Working Paper.
- Indonesia Capital Market Directory, (2004 - 2009)
- Jensen, Michael and William Meckling, (1976)," Theory of the Firm; ManagerialBehaviour, Agency Cost and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol.3. p. 305 – 360. Kontadian Sentral Efek Indonesia, (2010)
- Khanna,T. and K, Palepu, (1999)"Emerging Market Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance. National Business of Economic Research.
- Makhija, A, (2000),"Ownership Structure as Determinant of Firm Value; Evidence from Newly Privatized Czech Firms", Financial Review, Vol 35. No. 3. P. 1-32.
- McConnell,J, and H.Servaes, (1990)," Additional Evidence on Equity Ownership and corporate Value", Journal of Financial Economics, Vol 27, p. 595-612
- Morck, R.A. Shieffer and R.W. Vishny (1988)," Management Ownership and Market Valuation. An Emperical Analysis, Journal of Fiancial Economics, Vol.20. p. 295-315
- Park,K.(2001),"Foreign Ownership and Firm Value in Japan", Working paper, University of Missouri-Columbia.
- Steine, T, (1996)," A Reexaminationof the Relationship between Ownership Structure, Firm Diversification and Tobin's Q", Quarterly Journal of Business & Economics. Vol. 35, p. 39-49. the Indonesian facts book (2004-2009)