

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Yulius Ardy Wiranata

Alumni Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana

Yeterina Widi Nugrahanti

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana

Email: yeterina.nugrahanti@staff.uksw.edu

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel stuktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan asing, kepemilikan pemerintah, kepemilikan manajemen, kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga. Variabel profitabilitas diukur dengan menggunakan Return On Assets (ROA). Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan dan *leverage*. Penelitian ini menggunakan sampel 224 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2010-2011. Teknik analisis yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah regresi berganda dengan SPSS 16. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan asing dan leverage berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan, sedangkan kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Namun, variabel lainnya yaitu kepemilikan pemerintah, kepemilikan manajemen, kepemilikan institusi dan ukuran perusahaan tidak terbukti berpengaruh terhadap profitabilitas.

Kata kunci: Kepemilikan asing, kepemilikan pemerintah, kepemilikan manajemen, kepemilikan institusi, kepemilikan keluarga, profitabilitas.

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the effect of ownership structure on profitability in the manufacturing sector. Independent variables used for this study are consisted of foreign ownership, government ownership, managerial ownership, institutional ownership, family ownership. Profitability is measured by ROA (Return On Assets), while firm size and leverage are used as the control variables. This study is used 224 samples of manufacturing companies listed in Indonesian Stock Exchange for the period 2010-2011. The results show that foreign ownership and leverage have a positive and significant effect to profitability. Family ownership has a negative and significant effect to profitability. However, government ownership, managerial ownership, institutional ownership and firm size have no influence to profitability.

Keywords: *Foreign ownership, government ownership, managerial ownership, institutional ownership, family ownership, profitabilitas.*

PENDAHULUAN

Kelemahan dalam sistem tata kelola perusahaan di Asia telah banyak dikaitkan dengan penyebab utama dari krisis yang melanda tahun 1997 (Dickinson dan Mullineux, 2001; Capulong et al., 2000; Johnson et al, 2000). Munculnya isu mengenai lemahnya *corporate governance* ini juga

juga disebabkan oleh terjadinya pemisahan antara kepemilikan dengan pengendalian perusahaan. Salah satu isu yang paling penting dan kontroversial mengenai *corporate governance* adalah mengenai struktur kepemilikan saham yang terkait dengan peningkatan kinerja perusahaan. Kemungkinan suatu perusahaan berada pada posisi tekanan keuangan juga banyak dipengaruhi

oleh struktur kepemilikan perusahaan tersebut. Struktur kepemilikan tersebut menjelaskan komitmen dari pemiliknya untuk menyelamatkan perusahaan (Wardhani, 2005). Menurut Wahyudi dan Pawesti (2006) struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan di Indonesia memiliki karakteristik yang berbeda dari perusahaan-perusahaan di Negara lain. Sebagian besar perusahaan di Indonesia memiliki kecenderungan terkonsentrasi sehingga pendiri juga dapat duduk sebagai dewan direksi atau komisaris, dan selain itu konflik keagenan dapat terjadi antara manajer dan pemilik dan juga antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Seperti yang diungkapkan oleh Jensen & Meckling (1976) bahwa *Agency conflict* muncul akibat adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Dimana dalam teori keagenan dijelaskan bagaimana pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan yakni manajer, pemilik perusahaan dan kreditor akan berperilaku, karena pada dasarnya mereka memiliki kepentingan yang berbeda.

Penelitian sebelumnya tentang struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan pernah dilakukan. Mc Connell dan Servaes (1990) dan Kartikawati (2007) menemukan bahwa struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Sebaliknya, Pound (1988), Sudarma (2004) menemukan bahwa kepemilikan institusional justru berdampak negatif terhadap struktur modal dan nilai perusahaan.

Penelitian Hermalin dan Weisbach (1991) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Sedangkan Hapsoro (2008), Darwis (2012), Larasati (2011), Djabid (2009), dan Christiawan dan Tarigan (2007), Bayrakdaroglu *et al.* (2012) menemukan tidak terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan manufaktur.

Chibber & Majumdar (1999), Patibandla (2002), dan Douma *et al.* (2003) meneliti pengaruh kepemilikan asing terhadap kinerja perusahaan dan menemukan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Berbeda dengan Setiawan (2006) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Silva dan Majluf (2008), Giovannini (2010), Prabowo dan Simpson (2011), Claessens *et al.* (2010) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh

negatif kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan di Asia, termasuk Indonesia. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Anderson and Reeb (2004) di Amerika Serikat menunjukkan hasil yang berbeda yakni kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, yang diukur dengan ROA dan Tobins'Q. Penelitian mengenai kepemilikan pemerintah yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999), Kusumawati (2007) dan Fauziah (2011) menemukan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Dengan fenomena dan beberapa penelitian terdahulu yang telah dijelaskan mengenai struktur kepemilikan, maka penelitian ini ingin meneliti lebih lanjut tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap profitabilitas perusahaan. Hal tersebut dikarenakan hasil-hasil penelitian sebelumnya mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap profitabilitas perusahaan menunjukkan ketidakkonsistenan, baik penelitian di Indonesia maupun di luar negeri. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penelitian ini menggabungkan semua variabel struktur kepemilikan yang pernah diteliti oleh peneliti sebelumnya, yaitu kepemilikan asing, pemerintah, manajerial, institusional dan keluarga.

Tujuan penelitian ini untuk mengevaluasi pengaruh struktur kepemilikan (kepemilikan asing, pemerintah, manajerial, institusi, keluarga) terhadap kinerja perusahaan. Fokus pemilihan sampel pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2011. Berdasarkan data dari *Indonesian capital market directory* (ICMD) 2010 dan 2011, sektor perusahaan manufaktur merupakan jumlah emiten terbesar dibandingkan dengan jumlah emiten dengan sektor yang lain yang *listing* di BEI. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur memiliki pengaruh signifikan dalam dinamika perdagangan di BEI. Manfaat dari penelitian ini adalah bagi investor sebagai bahan masukan untuk berinvestasi pada perusahaan yang struktur kepemilikannya dapat meningkatkan kinerja perusahaan, dan bagi emiten sebagai bahan masukan untuk mengambil keputusan dalam rangka meningkatkan kinerja.

Teori Keagenan

Hubungan keagenan terjadi ketika satu atau lebih individu yang disebut sebagai prinsipal menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai agen, untuk melakukan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk

membuat keputusan pada agen tersebut (Brigham dan Houston, 2006:26). Pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan mendorong manajer untuk tidak memaksimalkan usahanya (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam konteks perusahaan, masalah keagenan yang dihadapi investor mengacu pada kesulitan investor untuk memastikan bahwa dananya tidak disalahgunakan oleh manajemen perusahaan untuk mendanai kegiatan yang tidak menguntungkan (Wulandari, 2011). Menurut Jensen dan Meckling (1976), penyebab konflik antara manajer dan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Dengan teori keagenan maka dapat menjelaskan fenomena masalah keagenan di Indonesia khususnya di dalam struktur kepemilikan. Shleifer dan Vishny (1997) menjelaskan bahwa manajer mengendalikan perusahaan dan masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham dan manajer. Masalah ini disebut sebagai *Agency Problem I* (Villalonga dan Amit, 2006) atau *Type I Agency Costs* (Bozec dan Laurin, 2008). Berikutnya, pemegang saham mengelompokkan diri menjadi pemegang saham pengendali untuk mengawasi manajer agar manajer menjalankan perusahaan demi kepentingan terbaik para pemegang saham. Akan tetapi, pemegang saham pengendali meminta manajer untuk membuat keputusan yang menguntungkan diri sendiri seperti pembagian dividen khusus. Hal ini merugikan pemegang saham nonpengendali. Dalam hal demikian, masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham nonpengendali. Konflik seperti ini disebut *Agency Problem II* (Villalonga dan Amit, 2006) atau *Type II Agency Costs* (Bozec dan Laurin, 2008).

Pengembangan Hipotesis

Kepemilikan Asing dan Kinerja Perusahaan

Berdasarkan teori keagenan, perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan yang berguna untuk melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Kepemilikan asing merupakan proporsi saham biasa perusahaan yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, pemerintah serta bagian-bagiannya yang ber-

status luar negeri. Atau perorangan, badan hukum, pemerintah yang bukan berasal dari Indonesia. Kepemilikan asing dalam perusahaan merupakan pihak yang dianggap concern terhadap peningkatan *good corporate governance* (Simerly & Li, 2000; Fauzi, 2006). Chibber & Majumdar (1999) menemukan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan di India. Dengan semakin banyaknya pihak asing yang menanamkan sahamnya di perusahaan maka akan meningkatkan kinerja dari perusahaan yang di investasikan sahamnya, hal ini terjadi karena pihak asing yang menanamkan modal sahamnya memiliki sistem manajemen, teknologi dan inovasi, keahlian dan pemasaran yang cukup baik yang bisa membawa pengaruh positif bagi perusahaan. Sesuai dengan teori keagenan bahwa masalah yang terjadi yang menyebabkan kinerja perusahaan menjadi turun adalah hubungan yang tidak baik antara pemegang saham dengan manajer tetapi ketika hubungan antara pemegang saham dengan manajer bisa dikendalikan maka kinerja perusahaan dapat menjadi lebih baik. Semakin tinggi kepemilikan asing, maka pihak asing sebagai pemegang saham mayoritas akan menunjuk orang asing untuk menjabat sebagai dewan komisaris atau dewan direksi, dengan demikian keselarasan antara tujuan ingin memaksimalkan kinerja perusahaan akan tercapai karena persamaan prinsip antara pemegang saham asing dengan manajemen yang juga ditempati pihak asing sebagai bagian dari manajemen perusahaan.

H1: Kepemilikan Asing (*Foreign Ownership*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan Pemerintah dan Kinerja Perusahaan

Berdasarkan teori keagenan, perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan yang berguna untuk melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Kartikawati (2007) dan Fauziah (2011) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Pemerintah dapat memperlambat kinerja dari perusahaan tersebut dikarenakan pemerintah belum mampu untuk mengelola perusahaan dengan baik. Bahkan pemerintah dapat mengintervensi kinerja perusahaan demi kepentingan pemerintah semata.

Marciano (2008) menyatakan bahwa perusahaan pemerintah yang dikendalikan oleh para birokrat memiliki tujuan yang didasarkan pada kepentingan politis dan bukan untuk menyejahterakan masyarakat dan perusahaan itu sendiri. Dalam teori keagenan dijelaskan hubungan antara pemegang saham dengan pihak manajer, pemerintah sebagai pemegang saham pengendali seharusnya bisa mengawasi atau mengontrol kinerja dari manajer, tetapi seringkali pemerintah justru mempunyai tujuan lain selain meningkatkan kinerja. Shen dan Lin (2009) menemukan pemerintah atau birokrat mempunyai kepentingan sosial dan politis daripada memikirkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini akan berdampak pada berkurangnya kontrol dari pihak pemerintah terhadap pihak manajer sebagai pengelola perusahaan.

H2: Kepemilikan Pemerintah (*Government Ownership*) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Perusahaan

Berdasarkan teori keagenan, perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan yang berguna untuk melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Salah satu cara guna untuk mengurangi konflik antara prinsipal dan agen dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial suatu perusahaan. Cruthley & Hansen (1989) serta Bathala et al (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer akan mendorong penyatuan kepentingan antara prinsipal dan agen sehingga manajer bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Kepemilikan saham manajerial akan mendorong manajer untuk berhati-hati dalam mengambil keputusan karena mereka ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Listyani, 2003). Menurut Wahidahwati (2002) kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen (dewan direksi dan dewan komisaris) yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan.

H3: Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan Institusional dan Kinerja Perusahaan

Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi diantara pemegang saham dengan manajer. Keberadaan investor institusional dianggap mampu mengoptimalkan pengawasan kinerja manajemen dengan memonitoring setiap keputusan yang diambil oleh pihak manajemen selaku pengelola perusahaan. Hasil penelitian Kartikawati (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Kepemilikan institusional ditunjukkan dengan tingginya persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusi. Yang dimaksud dengan pihak institusi dalam hal ini berupa LSM, perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi maupun perusahaan swasta. Kepemilikan institusional pada umumnya memiliki proporsi kepemilikan dalam jumlah yang besar sehingga proses monitoring terhadap manajer menjadi lebih baik. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Shleifer and Vishny (1999) mengemukakan bahwa *institutional shareholders* memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Hal ini akan berpengaruh positif bagi perusahaan tersebut, baik dari segi peningkatan nilai perusahaan maupun peningkatan kinerja usaha.

H4: Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan Keluarga dan Kinerja Perusahaan

Menurut teori keagenan, struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi masalah keagenan dalam suatu perusahaan. Cucculelli and Micucci (2008) menemukan kepemilikan saham keluarga yang besar mempunyai pengaruh negatif bagi kinerja perusahaan. Hal ini terjadi karena keluarga cenderung mengambil manfaat pribadi dari perusahaan dengan semakin banyak nilai saham yang di investasikan maka semakin mudah untuk mengendalikan perusahaan. Ketika timbul suatu resiko yang sangat tinggi yang dialami oleh perusahaan, maka pemilik akan cenderung lebih menyelamatkan uang yang mereka investasikan daripada memperbaiki kinerja perusahaan. Anderson dan Reeb (2004) yang melakukan penelitian di Indonesia menemukan bahwa kepemilikan keluar-

ga berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan hal ini disebabkan karena perlindungan hukum terhadap investor dalam struktur kepemilikan sangatlah lemah sehingga timbul masalah agensi yang dapat mengganggu kinerja perusahaan (La Porta et al., 2000; Claessens et al., 2000).

H5: Kepemilikan keluarga (*family ownership*) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2011. Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan yang mengungkapkan informasi mengenai struktur kepemilikan di *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2010-2011, dan rasio keuangan dalam laporan tahunannya, (2) Perusahaan yang tidak mengalami kerugian selama periode 2010-2011.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel Independen

1. Kepemilikan Asing

Kepemilikan asing merupakan porsi *outstanding share* yang dimiliki oleh investor atau pemodal asing (*foreign investors*) yakni perusahaan yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, pemerintah serta bagian-bagiannya yang berstatus luar negeri terhadap jumlah seluruh modal saham yang beredar (Farooque et al., 2007).

$$\text{Kepemilikan asing} = \frac{\text{Jumlah saham pihak asing}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

2. Kepemilikan Pemerintah

Kepemilikan pemerintah adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak pemerintah (*government*) dari seluruh modal saham yang dikelola (Farooque et al., 2007).

$$\text{Kepemilikan pemerintah} = \frac{\text{Jumlah saham pihak pemerintah}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

3. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi seperti LSM, Perusahaan swasta, perusahaan efek, dana pensiun, perusahaan asuransi, bank dan perusahaan-perusahaan investasi. Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah lembar saham yang dimiliki oleh institusi terhadap jumlah lembar

saham perusahaan yang beredar secara keseluruhan (Ujiyantho dan Pramuka, 2007).

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham pihak institusional}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

4. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah saham yang dimiliki manajer atau direksi dan dewan komisaris terhadap total saham yang beredar (Rustendi dan Jimmi, 2008).

$$\text{Kepemilikan manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham pihak manajerial}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

5. Kepemilikan keluarga

Perusahaan dikatakan memiliki kepemilikan keluarga apabila pimpinan atau keluarga memiliki lebih dari 20% hak suara (Anderson and Reeb, 2003; Claessens, 2000; La Porta, 1999). Menurut Harijono (2013), penelusuran kepemilikan keluarga dilakukan dengan melihat nama dewan direksi dan dewan komisaris. Jika nama dewan direksi dan dewan komisaris cenderung sama dalam beberapa tahun dan mempunyai saham dalam kepemilikan perusahaan maka bisa saja perusahaan tersebut termasuk dalam kepemilikan oleh keluarga.

Jika perusahaan dimiliki institusi lain, maka penelusuran kepemilikan dilakukan dengan analisis kepemilikan piramida dan struktur lintas kepemilikan. Setelah ditelusuri maka dapat diketahui jika saham pengendali perusahaan tersebut adalah individu, maka bisa dikategorikan sebagai kepemilikan keluarga.

$$\text{Kepemilikan keluarga} = \frac{\text{Jumlah saham pihak keluarga}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Variabel Dependen

Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan manufaktur diproksikan dengan ROA. *Return on Asset* (ROA) adalah rasio pendapatan setelah bunga dan pajak (EAT) atau net pendapatan dibagi dengan nilai buku aset di awal tahun fiskal (Brigham & Ehrhardt, 2005). Berikut ini adalah perhitungan rasio ROA:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total aset}}$$

Variabel Kontrol

- Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diproksi oleh total *assets*, yang diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total *asset*. Sari (2010) menyatakan bahwa suatu perusahaan besar dapat memperoleh kemudahan dalam mengakses pasar modal, hal ini berarti bahwa perusahaan memiliki fleksi-

bilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Dengan dana yang lebih banyak, perusahaan dapat menciptakan peluang pertumbuhan sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik.

$$SIZE = \text{Log Total Asset}$$

- *Leverage* menunjukkan seberapa besar aset perusahaan diperoleh atau didanai oleh utang. Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa *leverage* dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemberi pinjaman (*bondholders*).

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Ulang}}{\text{Total Aset}}$$

Model Penelitian

Untuk menjawab hipotesis penelitian, maka digunakan persamaan regresi dengan alat analisis SPSS sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 FOR_{it} + \beta_2 GOV_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 MAN_{it} + \beta_5 FAM_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + E$$

Keterangan:

ROA_i = Return On Asset

FOR_i = Kepemilikan asing

GOV_i = Kepemilikan pemerintah

INST_i = Kepemilikan institusional

MAN_i = Kepemilikan manajerial

FAM_i = Kepemilikan Keluarga

SIZE_i = Ukuran dari perusahaan yang diukur dari total aset

LEV_i = Leverage

E = Random error

β_i = Koefisien regresi

α = Konstanta

Sebelum melakukan analisis linier berganda terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi dan heterokedastisitas (Ghozali, 2005). Pengujian asumsi klasik dan hipotesis dilakukan pada tingkat signifikansi 5%.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Berdasarkan data dari BEI pada tahun 2010-2011 total populasi perusahaan manufaktur sebanyak 148 perusahaan. Berdasarkan kriteria dengan menggunakan *purposive sampling* maka dalam penelitian ini hanya digunakan sampel sebanyak 224 sampel laporan keuangan. Proses pengambilan sampel dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2010 dan 2011	148
Total jumlah sampel laporan keuangan (jumlah perusahaan dikali 2)	296
Laporan keuangan perusahaan yang mengalami kerugian selama periode pengamatan	(40)
Data laporan keuangan outlier menggunakan Boxplot	(32)
Total sampel penelitian	224

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif variabel penelitian diringas pada Tabel 2.

Tabel 2. Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean
Kepemilikan asing (FOR)	224	0	0.9914	0.2151
Kepemilikan pemerintah (GOV)	224	0	0.9003	0.0229
Kepemilikan manajerial (MAN)	224	0	0.6900	0.0234
Kepemilikan institusional (INST)	224	0	0.9818	0.0384
Kepemilikan keluarga (FAM)	224	0	0.9780	0.4522
ROA	224	0.0100	0.4925	0.0909
Size (SIZE)	224	21.8423	32.6648	27.8733
Leverage (LEV)	224	0.0600	3.0807	0.5153
Valid N (listwise)	224			

Variabel kepemilikan asing memiliki rata-rata sebesar 21.51%. Variabel kepemilikan pemerintah memiliki rata-rata sebesar 2.29%, kepemilikan manajerial sebesar 2.34% dan kepemilikan institusi sebesar 3.84%. Hal ini berarti kepemilikan pemerintah, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi pada perusahaan manufaktur di Indonesia dapat dikatakan rendah. Variabel kepemilikan keluarga memiliki rata-rata sebesar 45.22%. Variabel ROA memiliki rata-rata sebesar 9.09%. Hal ini berarti setiap Rp 1 yang diinvestasikan dalam bentuk aset perusahaan mampu menghasilkan pengembalian sebesar Rp 0.09.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian multikolinearitas dilakukan dengan dengan melihat nilai *variance inflation factor*

(VIF). Suatu regresi mengandung multi kolinearitas jika nilai VIF-nya lebih dari 10. Nilai VIF semua variabel penelitian berkisar antara 1.020 sampai 1.873 sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinieritas. Uji heterokedastitas dilakukan dengan Uji Glejser dengan meregresikan nilai *absolute residual* terhadap variabel Independent (Gujarati, 2003). Hasil uji Glejser semua variabel penelitian menunjukkan tingkat signifikansi 0.143 sampai 0.891 (diatas 0.05) sehingga data terbebas dari masalah heterokedastisitas. Pengujian autokorelasi menghasilkan nilai Durbin Waston sebesar 1.961 terletak antara 1,724 dan 2,276, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi (Gujarati, 2003 : 90). Pengujian normalitas menghasilkan nilai signifikansi *Kolmogorov Smirnov* menjadi 0,211 lebih besar dari taraf signifikansi 0,05 yang berarti variabel terdistribusi secara normal (Ghozali, 2005).

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Output Persamaan Regresi

	Unstandardized Coefficients Beta	t	Sign
(Constant)	-0.005	-0.022	0.983
Kepemilikan Asing (FOR)	0.008	2.217	0.029
Kepemilikan Pemerintah (GOV)	0.145	1.68	0.096
Kepemilikan Manajerial (MAN)	-0.015	-0.716	0.476
Kepemilikan Institusional (INST)	-0.01	-1.502	0.136
Kepemilikan Keluarga (FAM)	-0.078	-2.103	0.038
Size (SIZE)	-0.001	-0.204	0.839
Leverage (LEV)	0.637	24.763	0.000

Dependent Variabel: ROA, R-Square = 6.9%,
Nilai F = 2.287, sign F = 0.029

Kepemilikan Asing dan Kinerja Perusahaan

Tabel 3 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan asing memiliki koefisien sebesar 0.08 dengan signifikansi sebesar 0.029. Pada taraf signifikansi level 5 persen, nilai signifikansi sebesar 0.029 lebih kecil dari taraf signifikansi yang ditentukan, yang berarti hipotesis 1 diterima. Hal ini berarti kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Chibber & Majumdar (1999) dalam Kumar (2004) yang

menemukan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan di India. Kepemilikan Asing diduga menjadi salah satu cara untuk meng-*upgrade* perusahaan-perusahaan secara teknologi di negara-negara berkembang, melalui impor langsung modal dan teknologi yang baru (Benfratello dan Sembenelli, 2002). Dengan semakin banyaknya pihak asing yang menanamkan sahamnya diperusahaan maka akan meningkatkan kinerja dari perusahaan yang di investasikan sahamnya, hal ini terjadi karena pihak asing yang menanamkan modal sahamnya memiliki sistem manajemen, teknologi dan inovasi, keahlian dan pemasaran yang cukup baik yang bisa membawa pengaruh positif bagi kinerja perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Sebagian besar perusahaan sampel pada penelitian ini dimiliki oleh investor asing. Dari 224 perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel, sebanyak 129 perusahaan dimiliki oleh asing. Selain itu, proporsi kepemilikan asing meningkat dari tahun ke tahun yakni 9.5% - 99% di tahun 2010 dan 7.61% - 99.14 % di tahun 2011. Sebagai contoh dari sampel penelitian PT Astra Otoparts Tbk dengan kepemilikan asing yang cukup tinggi sebesar 95.65% maka ROA juga tinggi sebesar 15.06% (diatas rata-rata ROA 9.09%). Semakin tinggi kepemilikan asing disuatu perusahaan maka semakin baik kinerja perusahaan.

Kepemilikan Pemerintah dan Kinerja Perusahaan

Variabel independen kepemilikan pemerintah memiliki nilai koefisien 0.145 dengan signifikansi sebesar 0.096. Dengan nilai signifikansi sebesar 0.096 maka hipotesis ditolak karena taraf signifikansi lebih besar dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan kemungkinan disebabkan perusahaan milik pemerintah memiliki tujuan lain seperti sosial dan politik daripada memaksimalkan *profit*. Tidak seperti perusahaan swasta, yang mana menghasilkan *profit* sebesar-besarnya merupakan tujuan utama yang ingin dicapai oleh perusahaan (Shen dan Lin, 2009). Hal ini juga didukung oleh (Shleifer dan Vishny 1997) yang mengungkapkan bahwa para birokrat khususnya pada perusahaan pemerintah, memiliki fokus utama yaitu mencapai tujuan politik mereka seringkali berbeda dengan tujuan memaksimalkan profit.

Jika dilihat dari data sampel, tidak berpengaruhnya kepemilikan pemerintah terhadap kinerja keuangan dimungkinkan karena tidak semua perusahaan manufaktur memiliki proporsi kepemilikan pemerintah. Dari 224 perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel, hanya 12 perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah. Selain itu proporsi kepemilikan pemerintah juga menunjukkan rata-rata prosentase yang cukup kecil yakni 2.29%. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari (2010) dan Nugrahanti (2012) yang juga menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Perusahaan

Variabel independen kepemilikan manajerial memiliki nilai koefisien -0.015 dengan signifikansi 0.476 lebih besar dari taraf signifikansi level 5 persen yang berarti hipotesis ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan Rustendi dan Jimmy (2008) dan Permanasari (2010) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Penolakan hipotesis ini kemungkinan terjadi dikarenakan kepemilikan manajerial terlalu rendah sehingga kinerja manajer dalam mengelola perusahaan kurang optimal dan manajer sebagai pemegang saham minoritas belum dapat berpartisipasi aktif dalam membuat suatu keputusan diperusahaan, sehingga tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Rasa memiliki manajer atas perusahaan sebagai pemegang saham tidak cukup mampu membuat perbedaan dalam pencapaian kinerja dibandingkan dengan manajer murni sebagai tenaga profesional yang digaji perusahaan (Christiawan dan Tarigan, 2007).

Rata-rata kepemilikan manajerial dalam sampel penelitian ini sangat rendah yaitu 2.3%, sehingga kinerja manajer sebagai pihak minoritas belum optimal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hapsoro (2008), Darwis (2012), Larasati (2011), Djabid (2009), Sabrina (2010), Christiawan dan Tarigan (2007), Bayrakdaroglu *et al.* (2012) yang juga menunjukkan tidak terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan Institusional dan Kinerja Perusahaan

Variabel independen kepemilikan institusional memiliki nilai koefisien -0.01 dengan signifi-

fikansi sebesar 0.136 . Pada taraf signifikansi level 5 persen, nilai signifikansi sebesar 0.136 lebih besar dari taraf signifikansi yang ditentukan, yang berarti hipotesis ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Wulandari (2006) dan Hapsoro (2008) menyatakan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan disebabkan karena pemilik mayoritas institusi ikut dalam pengendalian perusahaan sehingga cenderung bertindak untuk kepentingan mereka sendiri meskipun dengan mengorbankan kepentingan pemilik minoritas. Menurut Modigliani adanya asimetri informasi antara pihak pemegang saham dengan manajer menyebabkan manajer selaku pengelola perusahaan akan bisa mengendalikan perusahaan karena memiliki informasi lebih mengenai perusahaan dibandingkan pemegang saham. Sehingga adanya kepemilikan institusi tidak menjamin monitoring kinerja manajer dapat berjalan efektif.

Jika dilihat dari data penelitian, tidak semua perusahaan dimiliki oleh institusi. Dari 224 perusahaan manufaktur, hanya 42 perusahaan yang dimiliki oleh institusi dengan rata-rata kepemilikan yang rendah yaitu 3.84%. Rendahnya kepemilikan institusi menyebabkan proses monitoring terhadap manajer tidak efektif sehingga tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Sabrinna (2010) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan Keluarga dan Kinerja Perusahaan

Variabel independen kepemilikan keluarga memiliki nilai koefisien sebesar -0.078 dengan signifikansi sebesar 0.038 . Pada taraf signifikansi level 5 persen, nilai signifikansi sebesar 0.038 lebih kecil dari taraf signifikansi yang ditentukan yang berarti hipotesis diterima. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan karena perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga mempunyai kepentingan pribadi yang bertentangan dengan pihak manajemen yang tidak berasal dari keluarga. Pemilik keluarga akan berusaha kesejahteraan keluarganya sendiri dan lebih mengutamakan dana yang mereka investasikan kedalam perusahaan dibandingkan dengan memikirkan kinerja dari perusahaan yang diinvestasikan (Villalonga dan Amit, 2006).

Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Claessens et al (2010), Anderson dan Reeb (2004) menunjukkan bahwa keterlibatan keluarga dalam manajemen dan dalam dewan menghasilkan pengaruh negatif pada kinerja perusahaan di Indonesia.

Jika dilihat pada data penelitian, dari 224 perusahaan sampel, sebanyak 138 perusahaan dimiliki oleh keluarga dengan rata-rata kepemilikan yang tinggi yaitu 45.22%. Sebagai contoh, PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk dengan kepemilikan keluarga yang tinggi sebesar 59.84% memiliki ROA yang rendah yaitu 4.13% (dibawah rata-rata ROA 9.09%).

Ukuran Perusahaan (*SIZE*) dan Kinerja Perusahaan

Variabel kontrol ukuran perusahaan (*SIZE*) memiliki nilai koefisien sebesar -0.001 dengan signifikansi sebesar 0.839. Pada taraf signifikansi level 5 persen, nilai signifikansi sebesar 0.839 lebih besar dari taraf signifikansi yang ditentukan. Hal ini menunjukkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Arfan (2006) menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*SIZE*) tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan manufaktur karena perusahaan kurang memaksimalkan dana yang lebih banyak untuk menciptakan peluang pertumbuhan sehingga kinerja keuangan perusahaan menjadi tidak baik.

Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Ulfani (2007), Huang & Song (2002) dan Talebria et al. (2010) yang berpendapat bahwa ukuran perusahaan bukan jaminan bahwa akan memiliki kinerja yang baik karena dengan dana yang lebih dari perusahaan bukan berarti perusahaan akan bisa memanfaatkan dananya dengan baik.

Leverage dan Kinerja Perusahaan

Variabel kontrol Leverage memiliki nilai koefisien sebesar 0.637 dengan signifikansi sebesar 0.000. Pada taraf signifikansi level 5 persen, nilai signifikansi sebesar 0.000 lebih kecil dari taraf signifikansi yang ditentukan, hal ini menunjukkan bahwa variabel kontrol leverage berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Giovannini (2009) sumber dana internal tidak akan cukup untuk membiayai aktivitas keseluruhan perusahaan daripada mengambil modal dari perusahaan, biasanya perusahaan akan meminjam sumber dana yang berasal dari luar perusahaan yang dinamakan sumber dana eksternal.

Ketika perusahaan mengalami kekurangan dana untuk pembiayaan kegiatan operasional perusahaan maka perusahaan akan mencari

pinjaman dari luar perusahaan. Dengan dana yang cukup, maka manajer termotivasi untuk bisa memanfaatkan dana tersebut untuk meningkatkan kinerja perusahaan melalui laba yang nanti bisa didapatkan. Untuk menutupi pinjaman yang berasal dari luar maka manajer akan memaksimalkan laba sehingga laba yang didapat sebagian akan digunakan untuk melunasi hutang dan sebagian untuk perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan peneliti dapat meringkas hasil pada penelitian ini sebagai berikut:

1. Kepemilikan asing berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chibber & Majumdar (1999) dalam Kumar (2004).
2. Kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari (2010).
3. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sabrina (2010).
4. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Christiawan dan Tarigan (2007).
5. Kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Claessens et al (2010), Anderson and Reeb (2004), Andres (2008).
6. Hasil pengujian variabel kontrol ukuran perusahaan menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Huang & Song (2002) dan Talebria et al. (2010), Ulfani (2007). Hasil pengujian variabel kontrol *leverage* menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan manufaktur. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cao & Lerner (2006).

Implikasi

Untuk investor dan calon investor sebaiknya berinvestasi pada perusahaan dengan kepemilikan asing karena mempunyai kinerja perusahaan yang cukup baik yang didukung dengan sumber daya yang baik, baik itu dari segi sumber daya manusia

atau dari segi sumber pendanaan dan juga sumber daya pendukung lainnya seperti teknologi yang cukup canggih untuk mendukung kegiatan perusahaan.

Untuk Emiten Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, dengan kepemilikan manajerial yang rendah maka tidak akan mempengaruhi kinerja perusahaan sebaiknya perusahaan menambah jumlah proporsi saham manajerial yang bisa mengurangi masalah keagenan diantara pemilik dan manajer yang bisa mempengaruhi kinerja dari perusahaan tersebut. Dengan semakin besarnya proporsi saham manajerial diharapkan konflik yang terjadi bisa di minimalkan sehingga kinerja dari perusahaan menjadi lebih baik.

Keterbatasan Penelitian dan Saran

1. Peneliti menyarankan penelitian selanjutnya untuk memperbaiki model penelitian dengan menambah variabel struktur kepemilikan/ mekanisme corporate governance yang lain yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, karena nilai adjusted R² mengindikasikan variabel kinerja perusahaan yang diprosikan oleh ROA hanya dapat dijelaskan oleh variabel independen kepemilikan asing, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial, dan kepemilikan keluarga hanya sebesar 3,9% sedangkan selebihnya yaitu 96,1% dijelaskan oleh faktor-faktor di luar model penelitian ini.
2. Pemilihan periode waktu yang relatif pendek mengakibatkan daya uji rendah sehingga tingkat keakurasian informasi masih relatif kecil. Oleh karena itu, peneliti menyarankan bagi penelitian selanjutnya supaya menggunakan data *annual report* dengan periode yang lebih panjang agar jumlah sampel bertambah banyak.
3. Pemilihan perusahaan mana yang termasuk keluarga atau bukan sangat sulit karena untuk mengidentifikasi kepemilikan keluarga hanya dengan menelusuri dan melihat nama dewan direksi dan komisaris, sehingga terdapat subjektivitas dalam penentuan kepemilikan keluarga.
4. Peneliti menyarankan agar menggunakan ROE dan PER untuk mewakili proksi dari kinerja perusahaan agar lebih tepat dan akurat dalam mengukur kinerja, karena menyangkut struktur kepemilikan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Anderson, R. C., Mansi, S. A., and Reeb, D. M. (2002). Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.

Andres, C. (2008). *Family Ownership, Financing Constraints and Investment Decisions*. Working Paper University of Bonn Department of Economics, Germany.

Bathala, C.T., Moon, K.P., and Rao, R.P. (1994). "Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective". *Financial Management*, 23, 38-50.

Benfratello, L. and Sembenelli, A. (2002). *Foreign ownership and productivity; is the direction of causality so obvious?*. di unduh dari www.ssrn.com. 28 April 2013.

Bozec, Y. and Laurin, C. (2008). Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada. *Journal of Business Finance and Accounting*, 35(1), 25-49.

Brigham, E.F. and Erhardt, M.C. (2005). *Financial Management Theory and Practice*, 11th Edition, Ohio: South Western.

Cao, J. and Lerner, J. (2006). The Performance of Reverse Leveraged Buyouts. www.ssrn.com.

Capulong, M., Edward, D., Webb, D., and Zhuang, J. (eds). (2000). *Corporate governance and finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand*. Asian Development Bank: Manila.

Chhibber, P. K. and Majumdar, S. K. (1999). Foreign ownership and profitability: property rights, control and the performance of firms in Indian Industry. *Journal of Law and Economics*, 46(3), 209-238. ISSN: 00222186.

Christiawan, Y. J. dan Tarigan, J. (Mei 2007). Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1), 1-8.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., and Lang, L.H.P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., and Lang, L.H.P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.

Cruthley, Claire, E., and Robert, S. (1989). A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". *Financial Management*, 18, 36-46.

Cucculelli, M. and Micucci, G. (2008). Family Succession and Firm Performance. Evidence from Italian Companies», *Journal of Corporate Finance*, 14(1).

- Darwis, H. (2012). Manajemen Laba Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Corporate Governance Sebagai Pemoderasi. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16(1), 45-55.
- Djabid, W. A. (2009). "Kebijakan Dividen, dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan hutang: Sebuah Perspektif Agency Theory". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13(2), 249-259.
- Dickinson, D.G. and Mullineux, A.W. (2001). Lessons from the East Asian financial crisis: a financial sector perspective. *Georforum*, 32(1), 133-142.
- Douma S., George, R. and Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: evidence from a large emerging market, *Strategic Management Journal*, 27(7), 637-657.
- Fauzi, A. (2006). *Struktur kepemilikan saham asing di Indonesia*. Gramedia Pustaka Utama. Jakarta
- Fauziah. (2011). *Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Kinerja Keuangan BUMN yang Diprivatisasi*. Skripsi Fakultas Ekonomi UIN Malang, tidak dipublikasikan.
- Farooque, Omar Al, Tony van Zijl, Keitha D., and AKM Waresul K. (2007). Corporate Governance in Bangladesh: Link between Ownership and Financial Performance, Blackwell Publishing Ltd, *Journal Compilation*, 15(6), 1453-1468.
- Ghozali, I. (2006). *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Badan Penerbit.
- Giovannini, R. (2010). Corporate governance, family ownership and performance". *Journal of Management and Governance*, 14(2), 145-166.
- Hermalin, B. and Weisbach, M. S. (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112.
- Huang, S. and Song, F. (2002). *The Determinants of Capital Structure: Evidence from China*, Working paper, The University of Hong Kong, 2-7.
- Jensen, M. C. and William H. M. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. *Journal Management Governance*, 14, 145-166. *Journal of Business Research*, 61, 609-614.
- Wening, K. (2009). Pengaruh Kepemilikan Instiusional terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. <http://hana.wordpres/2009/05/17/pengaruhkepemilikan-institusional-terhadap-kinerja-keuangan-perusahaan/> diakses tanggal 22 April 2013.
- Kumar, K., Subramaian, R., and Strandholm, K. (2004). Competitive Strategy, environmental scanning and performance: a context specific analysis of their relationship. *International Journal of Commerce and Management*, 11(1), 1-33.
- Kusumawati, D.N. (2007). Profitability and corporate governance disclosure: An Indonesian study, *Indonesian Journal of Accounting Research*, 10(2), 131-146.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., and Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, LIV(2), 471-516. *Literature*, 25(1), 121-132.
- Larasati, E. (2011). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instiusional dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 16(2), 103-107.
- Listyani, T. T. (2003). Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Instiusional. *Jurnal Politeknik Negeri Semarang*, 3.
- Marciano, D. (2008). *Pengaruh Asimetri Informasi, Moral Hazard, dan Struktur Pendanaan dalam Penentuan Harga Pinjaman Korporasi dalam Bentuk US Dollar: Studi Empiris di Indonesia Periode 1990-1997*. Disertasi Program Doktorat UGM, tidak dipublikasikan.
- McConnell, J., and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Nugrahanti, Y. dan Shella, N. (2012). Pengaruh Struktur Kepemilikan Sebagai Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Perbankan. *Jurnal Manajemen Universitas Maranatha*, 11(2).
- Patibandla, M. (2002). *Equity Pattern, Corporate Governance and Performance: A Study of Indian corporate Sector*, Copenhagen Business School, Working Paper.
- Permanasari, W.I. (2010). *Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Perusahaan*. Skripsi Universitas Diponegoro.
- Pound, J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-65.
- Prabowo, M. and Simpson, J. (2011). Independent directors and firm performance in family controlled firms: evidence from Indonesia. *Asian Pacific Economic Literature*, 25(1), 121-132.

- Rustendi, T. dan Farid J. (2008). Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur (Survey Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi FE Universitas Siliwangi*, 3(1), 2008.
- Sabrina, A.I. (2010). *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan*. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.
- Sari, I. (2010). *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Perbankan Nasional*, Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
- Setiawan, M. (2006). *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Karakteristik Perusahaan, dan Karakteristik Tata Kelola Korporasi Terhadap Kinerja Perusahaan Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Laporan Penelitian Sumber Dana DIPA Fakultas Ekonomi Studi Pembangunan Universitas Padjadjaran, tidak dipublikasikan
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, LIII(2), 737-783.
- Shen, W. and Lin, C. (2009). Firm profitability, state ownership, and top management turnover at the listed firms in China: A behavioral perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 443-456.
- Siallagan, Hamonangan, dan Machfoedz, M. (2006). *Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang.
- Simerly, R. and Li, M. (2000). Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and An Empirical Test, *Strategic Management Journal*, 21, 31-49.
- Silva, F. and Majluf, N. (Agustus 2008). *Does family ownership shape performance outcomes?*. Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang. 23-26
- Sudarma, M. (2004). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Ringkasan Disertasi. Program Pascasarjana. Universitas Brawijaya: Malang.
- Talebria, G., Mahdi, S., Hashem V., and Shahram S. (2010). Empirical Study of the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Some Evidence of Listed Companies in Tehran Stock Exchange, *Journal of Sustainable Development*, 3(2), 264-270.
- Ujiyantho, Arief, M., dan Pramuka, B. A. (2007). *Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan*. Simposium Nasional Akuntansi X. AKPM-01: 1-26. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ulfani, R. (2007). *Pengaruh Ukuran Perusahaan Dari Segi Total Saham, Jumlah Pemegang Saham Dan Ukuran Perusahaan Dari Segi Total Aktiva Terhadap Luas Ungkapan Wajib (Mandatory Disclosure) Laporan Tahunan Perusahaan Real Estate Go Publik Di Bei Periode 2007*. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma, tidak dipublikasikan.
- Villalonga, B. and Amit. R. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Wahidahwati. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(1), 1-16.
- Wahyudi, U. dan Prawesti, H. P. (Agustus 2006). *Implikasi Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening*. SNA Padang. 23-26. Universitas Widyagama. Malang.
- Wardhani, R. (Agustus 2006). *Mekanisme Corporate Governance dalam perusahaan yang Mengalami Masalah Keuangan (Financially Distressed firms)*. Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang. hal. 23-26.
- Wulandari, E.R. (2011). *Good Corporate Governance: Konsep, Prinsip, dan Praktik*. Diterbitkan oleh Lembaga Komisararis dan Direksi Indonesia.