

PENGARUH KEPEMILIKAN ASING TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DAN DIVIDEN

Achmad Hizazi
Universitas Jambi

ABSTRACT

This research investigates whether foreign ownerships are associated with Firms Value and Dividend Policy. Research was conducted on 99 manufacture Firms that are listed in Bursa Efek Indonesia (Jakarta Stock Exchange) from 2010 to 2011. Quantitative analysis were conducted by regressing Tobin's Q proxies firms value, Dividend Per Share and cash dividend to foreign ownerships. This research finds evidence that foreign ownership has significant effects to firms' value especially foreign ownership with majority ownership with 50% ownership or more which is robust in pool regression and fixed effect regression. While effect foreign ownerships to dividend, proxy foreign ownership which affect dividend per share and cash dividend remain the same but significance lesser than to firm value.

Keywords: Foreign ownership, Tobins' Q, DPS and Cash Dividen

PENDAHULUAN

Komposisi kepemilikan asing pada perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia sangat besar. Dari sample yang diteliti di Bursa efek Indonesia, eksistensi investor asing cukup besar terlihat dari 68.69 % perusahaan memiliki pemegang saham asing dan dari jumlah ini 49,49 % merupakan *block holder* dengan 24,24 % merupakan pemilik saham mayoritas dengan kepemilikan lebih dari 50%. Pemilikan saham asing pada suatu perusahaan menarik untuk diteliti, mengingat adanya perbedaan tingkat ekonomi, teknologi, politik dan budaya. Masuknya unsur asing dalam kepemilikan suatu perusahaan seringkali diharapkan tidak sekedar menambah jumlah modal, tetapi juga adanya transfer teknologi, juga budaya kerja yang lebih baik. Meskipun terdapat juga kekhawatiran bahwa adanya komponen asing terutama pada tingkat yang dominan akan munculnya bentuk penjajahan secara ekonomi.

Struktur kepemilikan saham dalam perusahaan memiliki banyak variasi, baik dengan kepemilikan terkonsentrasi atau kepemilikan tersebar. Saham juga dapat dimiliki oleh satu mayoritas holder atau beberapa *blok holder* saham. Saham dapat dimiliki individu atau individu dapat berupa masyarakat biasa atau personal di dalam perusahaan baik karyawan direktur maupun komisaris, sementara lembaga dapat berupa perusahaan, pemerintah, lembaga keuangan atau lembaga lainnya. Juga bisa dimiliki oleh investor luar negeri (*foreign investor/ foreign ownership*).

Penelitian mengenai struktur kepemilikan sudah banyak dilakukan, tetapi

sedikit yang membahas mengenai kepemilikan asing (*foreign ownership*). La Porta (1998a) menunjukkan bahwa pada negara-negara berkembang umumnya kepemilikan terkonsentrasi. La Porta (1999) juga menunjukkan bahwa kecuali pada negara dengan perlindungan investor yang kuat struktur kepemilikan umumnya terkonsentrasi tidak tersebar dan pemegang saham pengendali memiliki pengaruh kuat melalui struktur piramid dan keterlibatan *management*. Pada komposisi *large shareholding* Andres (2008) melihat hubungan antara *large shareholder* dengan dengan kinerja perusahaan sementara Attig et al (2008) melihat pengaruh *multi large shareholding* terhadap *cost of equity* dan menemukan bahwa *multi Large shareholder* (MLS) memiliki asosiasi negatif dengan *cost of equity*. Demikian juga dengan pemegang saham minoritas, Kim et al (2007) menunjukkan bahwa hak pemegang saham minoritas dan komposisi dewan direksi memiliki hubungan.

Penelitian mengenai kepemilikan asing masih sedikit dilakukan. Salful (2012) yang meneliti hubungan antara *corporate governance* dan *transparency* perusahaan di BEI menemukan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap transparansi perusahaan. Haniffa dan Cooke (2002) menemukan bahwa kepemilikan asing berhubungan positif dengan *voluntary disclosure* perusahaan. Marena and Taurigana (2007) yang menguji kepemilikan asing di Zimbabwe menunjukkan bahwa *foreign ownership* berasosiasi dengan kinerja juga variabel CG.

Penelitian ini berkontribusi dalam menyajikan pengaruh positif kepemilikan asing

(*foreign ownership*) terhadap nilai perusahaan, baik dari sisi eksistensinya maupun saat saat kepemilikan asing sebagai pengendali dengan tingkat kepemilikan lebih dari 50%. Penelitian ini juga menyediakan bukti empiris pengaruh kepemilikan asing terhadap dividen, baik dengan dividen per share maupun dividen kas.

Penelitian ini menginvestigasi pengaruh kepemilikan asing (*foreign ownership*) dan diversifikasi terhadap nilai perusahaan dan dividen. Kepemilikan asing dilihat dari sisi eksistensinya, besaran jumlah, kepemilikan asing sebagai pengendali dan status pengendali dengan kepemilikan lebih dari 50%.

Perbedaan ini dengan penelitian Marena dan Taurinaga (2007) adalah Marena dan Taurinaga hanya menggunakan total persentase kepemilikan dalam ukuran *foreign ownership*, yang dalam penelitian ini tidak berpengaruh signifikan terhadap *firm value*. Perbedaan lainnya adalah Marena dan Taurinaga (2007) menggunakan data Zimbabwe Stock Exchange. Penelitian ini juga melihat pengaruh kepemilikan asing terhadap dividen yang tidak dilakukan oleh mereka.

Keterbatasan penelitian ini karena kepemilikan saham hanya terfokus pada kepemilikan asing, tidak mencakup bahasan struktur kepemilikan lainnya seperti *ultimate ownership* dan kepemilikan keluarga. Sementara Claessen (2002) menyebutkan bahwa *excess control ultimate ownership* akan berpengaruh pada Nilai Perusahaan. La Porta (1999) menyebutkan bahwa Indonesia termasuk negara dengan perlindungan investor yang lemah dimana kepemilikan umumnya terkonsentrasi pada kepemilikan keluarga. Penelitian ini juga tidak memasukkan kepemilikan keluarga. Keterbatasan lainnya penelitian ini adalah tidak dipertimbangkannya sifat endogen dari struktur kepemilikan.

Penelitian ini ditulis dalam lima bagian. Bagian pertama adalah pendahuluan berisi mengenai latar belakang dan penejelasan singkat tulisan ini. Bagian kedua landasan teori yang menjadi pijakan teoritis masalah yang diteliti diikuti dengan bagian ketiga metodologi penelitian, mengenai populasi dan sampel, dan metode yang digunakan dalam analisis dan pengujian. Bagian keempat memaparkan hasil pengujian dan analisis pembahasan. Terakhir kesimpulan serta kemungkinan penelitian berikutnya terdapat di bagian kelima.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kepemilikan saham dan nilai perusahaan

Setelah krisis keuangan yang melanda Asia tenggara pada tahun 1997, peran *corporate governance* meningkat dan dinilai sebagai salah satu upaya yang dapat mengantisipasi terjadinya krisis serupa di masa yang akan datang. Claessens dan Yurtoglu (2012) menyebutkan bahwa *Corporate governance* merupakan aspek penting yang dapat meningkatkan nilai perusahaan dan membuat operasional perusahaan yang lebih baik. Pada level negara mereka menyebutkan bahwa aspek CG yang berbeda pada masing-masing negara, diantaranya adalah: lingkungan ekonomi dan keuangan, lingkungan institusi, struktur kepemilikan, afiliasi grup dan investor institusi. Penelitian ini membahas mengenai struktur kepemilikan yang menjadi penting, tidak saja karena pengaruhnya yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Shleifer dan Vishny 1997), tetapi juga karena ia mencerminkan sifat hubungan antara prinsipal dan agen Claessens dan Yurtoglu (2012).

Penelitian mengenai struktur kepemilikan ini umumnya dilakukan dalam perspektif tertentu seperti kepemilikan langsung (*cash flow right*) dan *voting right* (Connely et al 2012), kepemilikan keluarga (La Porta et al 1999, Maury 2006), kepemilikan manajerial (Morck et al, 1988), pemegang saham mayoritas dan minoritas, pemegang saham besar (Blockholder) (Thomson et al, 2006) dan pemegang saham besar Ganda (*multi large shareholder/MLS*) (Attig et al, 2008), kepemilikan terkonsentrasi dan tersebar (Demsetz dan Lehn, 1985) dan juga kepemilikan asing (*foreign shareholder*). Connely et al (2012) menguji hubungan antara kualitas CG dengan nilai perusahaan di Thailand yang memiliki struktur kepemilikan yang kompleks dan menemukan bahwa nilai perusahaan akan rendah untuk perusahaan yang memiliki simpangan antara *cash flow rights* dan *voting right*. La Porta et al (1999) menunjukkan pada negara dengan perlindungan *shareholder* yang lemah umumnya kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga atau negara. Umumnya perusahaan di Asia Tenggara masuk dalam kategori kepemilikan keluarga. Kepemilikan keluarga memiliki keuntungan rendahnya *agency cost* tetapi juga menurunkan tingkat *corporate governance indeks* (Ludwina dan Ratna 2012). Demsetz dan Lehn (1985) menyatakan rendahnya *agency cost* dan tingginya nilai perusahaan pada perusahaan keluarga disebabkan oleh kepemilikan terkonsentrasi

dan tidak tersebar. Pada kepemilikan manajerial Morck et al (1988) menemukan bahwa pada tingkat yang rendah kepemilikan manajerial meningkatkan nilai perusahaan, tetapi kepemilikan yang besar menurunkan nilai perusahaan karena adanya *entrenchment effect*. Sementara terdapat sedikit penelitian yang membahas mengenai kepemilikan asing (*foreign ownership*).

Choi et al (2012) yang menguji struktur kepemilikan dengan kinerja inovasi teknologi mengatakan kepemilikan asing dan kepemilikan institusi akan meningkatkan lingkungan yang kondusif bagi inovasi. Penelitian mereka mengkonfirmasi bahwa investor asing memainkan peranan penting dalam mengembangkan aktivitas inovasi teknologi. Dalam hubungan dengan *disclosure* Hanifa dan Cooke (2002) menunjukkan pengaruh kepemilikan asing terhadap *voluntary disclosure*. Kepemilikan asing berarti adanya investor asing yang masuk, dengan pengalaman dan pengaruhnya akan meningkatkan kinerja perusahaan. Investor yang masuk juga akan membawa kemudahan akses terhadap pinjaman bank. Marena dan Taurigana (2007) menunjukkan hubungan positif antara kepemilikan asing dengan *return on asset* sebagai proksi kinerja perusahaan. Tetapi penelitian mereka belum menghubungkan antara kepemilikan asing dengan nilai perusahaan.

Penelitian yang menghubungkan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan diantaranya adalah Claessens et al (2002) yang menemukan bahwa nilai perusahaan akan naik seiring dengan meningkatnya *cashflow right* dari pemilik saham terbesar, konsisten dengan efek insentif positif tetapi nilai perusahaan akan turun ketika hak kendali (*control right*) pemegang saham terbesar melebihi kepemilikan arus kas (*cashflow ownership*). La Porta et al (2002) yang menguji dampak proteksi hukum pemegang saham minoritas dan kepemilikan arus kas (*cashflow ownership*) oleh pemegang saham pengendali pada nilai perusahaan menemukan bahwa nilai perusahaan akan lebih tinggi pada negara dengan proteksi hukum yang lebih baik pada pemegang saham minoritas dan kepemilikan arus kas oleh pemegang saham pengendali. Thomsen et al (2006) menguji hubungan antara kepemilikan saham besar dengan dengan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan besar di Uni-Eropa dan Amerika Serikat, dengan menggunakan Granger Test dan menemukan bahwa kepemilikan saham besar tidak memiliki pengaruh sistematis terhadap kinerja yang konsisten dengan penelitian sebelumnya

(Demsetz dan Villalonga, 2001, McConnel dan Servaes, 1990). Marena dan Taurigana (2007) tidak menemukan pengaruh signifikan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan. Claessens et al (2002) menemukan bahwa peningkatan kontrol entrepreneur yang lebih kuat memiliki hubungan terbalik dengan nilai perusahaan. Gordon dan Schmidt (2000) menemukan bahwa kepemilikan bank pada perusahaan di Jerman memiliki dampak positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan asing memiliki irisan dan ukuran yang dapat bervariasi, kepemilikan asing dapat berarti kepemilikan keluarga atau institusi, kepemilikan mayoritas atau minoritas dari dapat terkonsentrasi atau tersebar dapat juga berukuran kecil hingga yang terbesar, sehingga juga berarti bahwa kepemilikan asing berupa kepemilikan saham besar bisa juga merupakan kepemilikan saham yang kecil. Sehingga kepemilikan asing dari perspektif sebelumnya mungkin mempengaruhi nilai perusahaan mungkin juga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, berpengaruh positif atau berpengaruh negatif.

Dari karakteristik asingnya itu sendiri yang umumnya lebih dari sisi modal dan teknologi, Choi et al (2012) mengatakan bahwa kepemilikan asing membuka kemungkinan untuk terjadinya transfer teknologi dan tenaga kerja profesional dan operasi perusahaan yang lebih efektif. Oleh karena itu, kepemilikan asing akan membawa dampak positif bagi perusahaan. Hipotesis pertama penelitian ini adalah:

H1: Terdapat asosiasi positif antara struktur kepemilikan asing (*foreign ownership*) terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan Asing dan Kebijakan Dividen

Penelitian kepemilikan asing berpijak pada teori keagenan karena adanya pemisahan antara pemilik dan manajer yang memunculkan masalah keagenan. Masalah keagenan ini dapat berupa permasalahan antara pemilik dan manajer maupun permasalahan antar pemilik saham (Jensen dan Meckling, 1976). Salah satu masalah yang mungkin muncul diantaranya adalah penentuan pembayaran dividen.

Kebijakan pembayaran dividen memiliki dua dampak yang berlawanan (Brigham dan Daves, 2002), yaitu jika dividen dibayar semua maka cadangan akan terganggu (dalam hal ini laba ditahan), sementara jika laba ditahan semua maka kebutuhan kas pemegang saham akan terganggu. Oleh karena itu manajemen

umumnya mengambil keputusan yang optimal dengan memperhatikan keduanya.

Dari sisi finansial kebijakan pembayaran dividen ditentukan oleh likuiditas, solvabilitas, pertumbuhan dan pengawasan (Riyanto 1995). Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa manajemen akan melakukan *trade-off* antara pembayaran dividen dengan tagihan tetap dari hutang. DeAngelo et al (2006) yang meneliti *life-cycle theory* membuktikan bahwa hubungan yang sangat signifikan antara kebijakan dividen dengan *earned/contributed capital mix*, bahkan setelah mengontrol profitabilitas, pertumbuhan, ukuran perusahaan, total ekuitas saldo cash dan dividen historis. Denis dan Osobov (2008) yang menguji secara internasional penentu kebijakan dividen menemukan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh profitabilitas, pertumbuhan, ukuran perusahaan dan rasio antara *retained earning* dan *total book equity*, konsisten dengan hasil yang diperoleh oleh DeAngelo et al (2006).

Dari sisi hubungan antara kepemilikan saham dan kebijakan dividen terdapat beberapa teori yang menghubungkan antara *dividend* dan pemegang saham (Brigham dan Daves 2002), diantaranya adalah, *Dividen Irrelevant theory*, *Bird in hand theory* (*dividends are safer*), dan *tax preference theory* dan ditambah dengan dua isu yang mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu pertama konten informasi, *signalling* dan hipotesis dan yang kedua *Clientele effect*, dalam kerangka teori yang ketiga dan isu yang pertama misalnya, dividen cenderung turun ketika investor menghindari pajak dan menginginkan untuk menginvestasikan kembali modalnya, tetapi jika investor cenderung lebih menyukai kas maka pembagian dividen lebih disukai investor.

Senada dengan ini, penelitian empiris yang dilakukan oleh Perez-Gonzales (2003) menemukan bahwa pembayaran dividen berhubungan dengan preferensi pajak pemegang saham besar, dimana pembayaran akan meningkat jika dividen tidak menguntungkan pajak relatif terhadap *capital gain*, dimana pemegang saham tidak dipengaruhi oleh pajak. Dengan karakter perusahaan di Indonesia yang cenderung merupakan kepemilikan keluarga maka irisan terbesar kepemilikan asing adalah kepemilikan keluarga yang merupakan pemegang saham besar. Sehingga peningkatan kepemilikan asing akan cenderung meningkatkan dividen jika dividen yang dibagikan tidak menguntungkan pajak. Jensen (1986) menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, jika *insider ownership* naik, maka jumlah dividen

dibayarkan akan cenderung turun. *Insider ownership* umumnya adalah hasil dari kontrak kompensasi yang dibuat untuk menyeleraskan kepentingan manajer dengan pemilik saham. Peningkatan jumlah kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) akan menyeleraskan kepentingan dengan pemegang saham pada umumnya. Sehingga peningkatan kepemilikan asing juga akan memiliki hubungan negatif dengan kebijakan dividen.

Sementara itu penelitian di Australia yang dilakukan oleh King (2010) menunjukkan bahwa semakin besar *retail investor* (yang umumnya pemegang saham minoritas) maka akan semakin besar pembayaran pajaknya. Atau semakin kecil pemegang saham mayoritas akan semakin besar pembayaran pajaknya. Oleh karena itu, hipotesis kedua adalah

H2: Terdapat asosiasi negatif antara struktur kepemilikan asing (*foreign ownership*) terhadap pembayaran dividen.

DESAIN RISET

Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010 dan 2011. Sedangkan jumlah sampel penelitian ini berjumlah 99 perusahaan. Sampel ini diambil dari perusahaan manufaktur yang terdiri dari kategori industri dasar dan kimia, aneka industri dan industri makan. Dari 134 perusahaan dalam ketiga kategori tersebut yang terdaftar di bursa efek Jakarta pada tahun 2013, 35 perusahaan disisihkan karena data yang tidak lengkap atau memiliki data *outlier*.

Data mengenai struktur kepemilikan saham perusahaan diambil dari cd ICMD dan website idx.co.id. Kemudian diklasifikasi kedalam 5 kategori. Sementara data sekunder lainnya diperoleh dari database Reuters Eikon.

- **Statistik deskriptif**

Statistik deskriptif dari data dipaparkan di table 1, dengan nilai Tobins Q minimum 0,163801, nilai maksimum 15,00367 dan rata-rata 1,780283. Data variabel Kepemilikan asing (*foreign ownership*) terdiri dari variabel kontinu dan variabel dummy.

- **Korelasi**

Table 2 menjelaskan korelasi antar variabel. Terhadap variabel Q umumnya seluruh variabel utama memiliki nilai

korelasi yang kecil dan negatif. Korelasi positif terdapat pada variabel diversifikasi produk (DP), Cont dan Cont50. Korelasi yang cukup besar ada pada variabel Lev. Korelasi variabel diversifikasi umumnya bernilai kecil dan terhadap variabel kepemilikan umumnya negatif. Variabel kepemilikan memiliki korelasi yang tinggi terhadap variabel kepemilikan lainnya karena menjelaskan variabel yang sama. Variabel control juga memiliki korelasi yang kecil terhadap seluruh variabel lainnya kecuali leverage terhadap variabel utama.

Model Penelitian

Model dasar pengujian penelitian ini pertama merregresi nilai perusahaan terhadap kepemilikan asing dengan menambahkan variabel control rasio *fix asset* terhadap penjualan (PPE2SSALE), Log total asset awal tahun (Logta1) dan rasio Debt terhadap total asset (D2TA) mengikuti Demset dan Villalonga (2001) tetapi tidak mengikutkan data *advertising* dan *research and Development* karena sedikitnya data tersebut di Indonesia.

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ForOwn}_{it} + \alpha_2 \text{PPE2SSALE}_{it} + \alpha_3 \text{Logta1}_{it} + \alpha_4 \text{D2TA}_{it} + e_{it}$$

Dimana Q adalah variabel Tobins Q sedangkan variabel ForOwn adalah variabel kepemilikan asing (*foreign ownership*) yang akan digantikan dengan masing masing proxy variabel yaitu Cont, Cont50, Forttotal, Fordum dan For50.

Q adalah variabel nilai perusahaan dengan proxy Tobins Q yang menjadi variabel dependent dalam penelitian ini, Q dihitung dengan membagi nilai pasar perusahaan dan nilai buku hutang terhadap jumlah nilai buku ekuitas dan nilai buku hutang.

Untuk kepemilikan asing (*Foreign ownership*) proxy variabelnya terdiri dari tiga proxy yaitu

Cont dimana kepemilikan asing menjadi pengendali ketika kepemilikan asing adalah kepemilikan terbesar diantara seluruh perusahaan, nilainya adalah persentase kepemilikan

Cont50 adalah variabel dummy dimana kepemilikan asing memiliki kepemilikan pengendali dengan total saham lebih dari 50%.

Forttotal adalah total persentase seluruh kepemilikan asing. Keseluruhan kepemilikan diidentifikasi dan dijumlah

Variabel Control dalam penelitian ini mengikuti Demsetz dan Villalonga (2001) yaitu: **PPE2 Sale** adalah rasio *Fix asset* terhadap penjualan.

Logat1. Log total asset di awal tahun.

D2TA adalah rasio Debt terhadap total asset.

Penentuan kepemilikan asing dilihat dari pemilik lembaga yang tidak terdaftar sebagai Perusahaan Terbuka (PT) dan kepemilikan individual asing.

Model kedua adalah model yang melihat pengaruh *foreign ownership* terhadap dividen per share dengan variabel kontrol mengikuti Devis dan Osobov (2008)

$$\text{DPS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ForOwn}_{it} + \beta_2 \text{EBIAT2TA}_{it} + \beta_3 \text{MV2TA}_{it} + \beta_4 \text{Logta1}_{it} + \beta_5 \text{RE2EQ}_{it} + e_{it}$$

DPS adalah *dividend per share* yaitu jumlah dividen yang dibayar setiap lembar sahamnya. sedangkan variabel **ForOwn** adalah variabel kepemilikan asing (*foreign ownership*) yang akan digantikan dengan masing masing proxy variabel yaitu **Cont**, **Cont50**, **Forttotal**, **Fordum** dan **For50**. **EBIAT2TA** adalah variabel rasio laba setelah pajak sebelum bunga terhadap total aset, **MV2TA** adalah variabel rasio *market value* terhadap *total asset*, **Log TA1** adalah Log Total aset awal tahun dan **RE2EQ** adalah rasio laba ditahan terhadap ekuitas.

Model ketiga adalah gabungan antara kepemilikan asing dan diversifikasi

$$\text{CasDiv}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{ForOwn}_{it} + \gamma_2 \text{EBIAT2TA}_{it} + \gamma_3 \text{MV2TA}_{it} + \gamma_4 \text{Logta1}_{it} + \gamma_5 \text{RE2EQ}_{it} + e_{it}$$

CasDiv adalah jumlah dividen kas yang dibayar secara keseluruhan pada setiap tahun pengamatan

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil penelitian ini dipaparkan pada tabel 3, tabel 4, tabel 5, tabel 6, tabel 7 dan tabel 8. Table 3 dan tabel 4 menjelaskan pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan dengan table 3 adalah estimasi regresi pool sedangkan table 4 adalah estimasi kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan dengan *fixed effect*. Tabel 5 dan tabel 6 menjelaskan pengaruh kepemilikan asing terhadap dividen per share juga dengan *pool* dan *fixed effect* serta tabel 7 dan table 8 menjelaskan pengaruh kepemilikan asing terhadap dividen kas juga dengan *pool* dan *fixed effect*. Estimasi dengan random tidak digunakan karena Hausman tes menunjukkan bahwa *fixed effect* lebih baik digunakan.

Kepemilikan asing terhadap nilai Perusahaan

Pada tabel 3 estimasi kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan dapat dilihat pada keseluruhan model terlihat bahwa konstanta memiliki pengaruh signifikan dengan tingkat signifikansi kurang dari 1 persen. Sedangkan dengan variabel kepemilikan asing hampir semua proxy signifikan pada tingkat kurang dari 1 persen kecuali Fordum (atau dummy kepemilikan asing) yang nilainya tidak signifikan. Yang berarti bahwa semakin tinggi kepemilikan asing akan semakin tinggi nilai perusahaan, meskipun sekedar eksistensi saja (variabel dummy kepemilikan asing FORDUM) tidak berpengaruh signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan. Sementara pada variabel control, variabel rasio PPE2SALE dan D2TA memiliki pengaruh tidak signifikan pada semua model. Sedangkan variabel log total asset awal tahun juga menunjukkan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dan nilai ini signifikan. Secara keseluruhan, model memiliki *goodness of fit* yang baik dengan nilai F Stat model diantara 2,94 hingga 8,56 dan prob dibawah 1 persen. Secara keseluruhan adjustment R2 berada diantara 7% hingga 17%.

Sementara pada regresi dengan *fixed effect*, semua model tetap menunjukkan *goodness of fit* yang baik. Tetapi pada variabel kepemilikan asing hanya variabel Cont yang memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel konstanta dan log TA1 konsisten dengan regresi pada tabel 3, yang memiliki pengaruh signifikan pada nilai perusahaan sementara D2TA menjadi signifikan pada *fixed effect* yang sebelum tidak memiliki pengaruh signifikan pada model regresi pool. Sementara rasio PPE2SALE tetap tidak signifikan kecuali pada model1.

Pengaruh kepemilikan asing terhadap DPS

Dari keseluruhan model pada tabel 5 yang menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap *Dividend per Share*, hanya model pertama dan kedua yang memiliki *goodness of fit* yang baik, yang artinya model dapat menjelaskan pengaruh kepemilikan asing terhadap DPS. Sementara model ketiga, keempat dan kelima tidak. Sementara dari dua model tersebut hanya CONT50 yang memiliki pengaruh signifikan terhadap DPS. Artinya hanya kepemilikan asing dengan saham mayoritas diatas 50% saja yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan proxy *dividen per share*.

Sementara pada regresi dengan *fixed effect* di dan tabel 6, semua model dapat menjelaskan pengaruh kepemilikan asing terhadap DPS

dengan baik, tetapi kepemilikan asing yang signifikan tetap hanya pada model pertama dan kedua. Yaitu kepemilikan asing CONT dan CONT50 tetapi signifikansi ini turun hingga pada tingkat 10%.

Pengaruh kepemilikan asing terhadap dividen kas

Serupa dengan pengaruh kepemilikan asing terhadap DPS, Dari keseluruhan model pada tabel 7 yang menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap dividen kas, hanya model pertama dan kedua yang memiliki *goodness of fit* yang baik, yang artinya model dapat menjelaskan pengaruh kepemilikan asing terhadap dividen kas. Sementara model ketiga, keempat dan kelima tidak. Sementara dari dua model tersebut hanya CONT50 yang memiliki pengaruh signifikan terhadap dividen kas itupun hanya pada tingkat 1%. Artinya hanya kepemilikan asing dengan saham mayoritas diatas 50% saja yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan proxy dividen kas.

Sementara pada regresi dengan *fixed effect* di tabel 8, semua model dapat menjelaskan pengaruh kepemilikan asing terhadap DPS dengan baik, dengan kepemilikan asing yang signifikan tetap hanya pada model pertama dan kedua yang meningkat pada signifikansi 5%. Yaitu kepemilikan asing CONT dan CONT50.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Pada hubungan antara variabel kepemilikan asing (*foreign ownership*) dan nilai perusahaan umumnya hampir semua proxy kepemilikan asing memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Tetapi ketika regresi dilakukan dengan *fixed effect* hanya kepemilikan asing yang memiliki kendali saja yang signifikan. Sementara terhadap dividen, kepemilikan asing berpengaruh terhadap dividen pershare dan dividen kas dengan proxy kepemilikan asing pengendali dan pengendali dengan kepemilikan 50% saham.

Penelitian ini memiliki keterbatasan sampel yang hanya mengambil perusahaan manufaktur saja. Penelitian ini juga tidak melihat secara khusus hubungan antara kepemilikan dalam kategori yang lain seperti kepemilikan keluarga dan kepemilikan besar, kepemilikan pemerintah, kepemilikan lembaga keuangan, dan multiple shareholder yang mungkin berurusan dengan *foreign ownership*.

Penelitian selanjutnya dapat memperluas objek pengamatan dan melihat lebih dalam pada spesifikasi kepemilikan asing

dilevel diatasnya (*ultimate owners*) juga asosiasi antara kepemilikan.

DAFTAR RUJUKAN

- Andres, C., (2008). Large shareholders and firm performance - an empirical examination of founding family ownership. *Journal of Corporate Finance* 14, 431-445.
- Attig, Najah, Guedhami, Omrane and Misha, Dev. (2008). Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance* 14 (2008) 721-737.
- Brigham, Eugene F., Daves, Phillip R., (2002). *Intermediate Financial Management*, 7th, Thomson Learning, USA
- Chen, Chiung-Jung and Yu, Chwo-Ming Joseph, (2012). Managerial ownership, diversification, and firm performance: Evidence from an emerging market. *International Business Review* 21. 518-534.
- Choi, J.J., and Yoo, S. (2005). Foreign investment and firm performance. Discussion Paper. *Korean Institute of International Economic Policy*
- Choi, Suk Bong, Park, Byung Il and Paul Hong. (2012). Does Ownership Structure Matter for Firm Technological Innovation Performance? The Case of Korean Firms. *Corporate Governance: An International Review*. 20(3). 267-288
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., Lang, L., (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57,2741-2771.
- DeAngelo, Harry., DeAngelo, Linda., and Stulz, Rene M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81, 227-254
- Demsetz, H., Lehn, K., (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177
- Demsetz, Harold., Villalonga, Belen. (2001). Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance* 7. 209-233.
- Denis, David J., Osobov, Igor. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividends policy, *Journal of Financial Economics* 89.62-82.
- Faccio, M., Lang, L.H.P., Young, L., (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review* 91, 54-78.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L., Metrick, A., (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1), 107-155
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance, and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38, 3; 317-349
- Harahap, Ludwina dan Wardhani, Ratna. (2012). Analisis KOMprehensif Pengaruh Family Ownership, Masalah keagenan, kebijakan dividen, kebijakan hutang, corporate governance dan oportunitiy growth terhadap nilai perusahaan. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi ke 15*
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3, 305-360.
- Kim, Kenneth A., Chatjuthamard, P. Kitsabunnarat and Nofsinger John R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance* 13. 859-880.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. (1998). Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471-517.

Marena, Musa and Taurigana, Venancio. (2007). Disclosure, Corporate Governance and ForeignShare Ownership on the Zimbabwe Stock Exchange. *Journal of International Financial Management and Accounting* 18:2.

Riyanto, B. (2001), *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*, Yogyakarta, BPFE

Shleifer, A., Vishny, R.W., (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*. 52. 737-783

Lampiran

Tabel 1. Distribusi Frekwensi 1

	Q	CONT	CONT50	FOR50	FORDUM	FORTOTAL	PPE2SALE	LOGTA1	D2TA
Mean	1.780283	24.75007	0.216216	0.418919	0.668919	36.99527	0.615463	11.90442	167.7754
Median	1.166632	0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	34.97500	0.233934	11.89024	0.302433
Maximum	15.00367	99.78000	1.000000	1.000000	1.000000	99.78000	9.297237	13.48773	12832.79
Minimum	0.163801	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.012515	7.581406	0.000000
Std. Dev.	1.926251	30.50882	0.413061	0.495057	0.472200	33.70726	1.249257	0.701937	1220.289
Skewness	4.489059	0.906416	1.378718	0.328675	-0.717884	0.282396	4.520016	-1.356415	8.919294
Kurtosis	28.50136	2.521428	2.900862	1.106027	1.515358	1.673001	25.38950	11.33730	86.62599
Jarque-Bera Probability	4507.376 0.000000	21.67824 0.000020	46.94854 0.000000	24.73863 0.000004	26.30449 0.000002	12.82614 0.001640	3595.241 0.000000	474.0318 0.000000	45087.72 0.000000
Sum	263.4820	3683.010	32.00000	62.00000	99.00000	5475.300	91.08852	1761.855	24830.76
Sum Sq. Dev.	545.4348	136825.9	25.08108	36.02703	32.77703	167018.3	229.4147	72.42925	2.19E+08
Observations	148	148	148	148	148	148	148	148	148

Tabel 2. Korelasi

Q	CONT	CONT50	FOR50	FORDUM	FORTOTAL	PPE2SALE	LOGTA1	D2TA	
Q	1								
CONT	0.310317	1							
CONT50	0.365316	0.850819	1						
FOR50	0.195193	0.764175	0.61859	1					
FORDUM	0.007015	0.572669	0.36951	0.597348	1				
FORTOTAL	0.18001	0.875179	0.69447	0.881851	0.774775	1			
PPE2SALE	-0.00181	0.13847	0.08868	0.066009	0.058853	0.106446	1		
LOGTA1	0.266457	-0.03014	0.07225	-0.01111	-0.15913	-0.08327	-0.01377	1	
D2TA	-0.0621	-0.1064	-0.07206	0.038181	-0.01445	-0.01329	-0.0411	-0.03679	1

Keterangan

Q adalah variabel nilai perusahaan dengan proxy tobins Q yang menjadi variabel dependent dalam penelitian ini, Q dihitung dengan membagi nilai pasar perusahaan dan nilai buku hutang terhadap jumlah nilai buku ekuitas dan nilai buku hutang. Cont adalah variabel dummy yang mengendali ketika kepemilikan asing adalah kepemilikan terbesar diantara seluruh perusahaan, Cont50 adalah variabel dummy yang membedakan kepemilikan pengendali dengan total saham lebih dari 50%. Fortotal adalah total persentase seluruh kepemilikan asing, PPE2 Sale adalah rasio Fix asset terhadap penjualan. Logatt1. Log total asset di awal tahun. D2TA adalah rasio Debt terhadap total asset.

Tabel 3. Regresi Tobins Q terhadap Kepemilikan asing (Pool)

pool	1	2	3	4	5
C	-7.65659 -3.06428 ***	-6.36702 -2.58267 **	-7.21736 -2.792 ***	-7.2393 -2.66867 ***	-7.81213 -2.99729 ***
CONT	0.020365 4.18069 ***				
CONT50		1.625596 4.599631 ***			
FOR50			0.783573 2.550669 ***		
FORDUM				0.20318 0.610664	
FORTOTAL					0.011721 2.583408 ***
PPE2SALE	-0.06706 -0.56669	-0.04723 -0.40585	-0.02147 -0.17636	-0.00479 -0.03855	-0.03365 -0.27557
LOGTA1	0.754279 3.613132 ***	0.657964 3.181224 ***	0.730707 3.380098 ***	0.747643 3.343707 ***	0.772211 3.561995 ***
D2TA	-3.07E-05 -0.25425	-4.64E-05 -0.39013	-9.56E-05 -0.76757	-8.13E-05 -0.63938	-7.88E-05 -0.63347
Adjusted R-squared	0.151532	0.170545	0.089263	0.076147	0.090286
F-statistic	7.563362	8.55618	4.601929	2.946621	4.647296
Prob(F-statistic)	0.000015	0.000003	0.001591	0.022377	0.001479

Tabel 4. Regresi Tobins Q terhadap Kepemilikan asing (*Fixed Effect*)

pool	1	2	3	4	5
C	74.45356 598.3517 ***	-72.3688 4.571708 **	-93.2839 0.0001 ***	-98.1304 4.071205 ***	93.19568 3.915036 ***
CONT	0.021147 891703.8 ***				
CONT50		1.950736 1.20772			
FOR50			-1.40827 1.449515		
FORDUM				2.127023 1.186665	
FORTOTAL					0.016631 -1.14841
PPE2SALE	-0.05085 1992976 ***	-0.0354 0.629407	0.068938 0.876879	0.054685 0.767523	-0.06677 0.835682
LOGTA1	6.362026 2383261 ***	6.194645 4.635131 ***	8.038179 4.136101 ***	8.514488 4.042798 ***	8.032782 3.946719 ***
D2TA	3.28E-05 9041791 ***	3.22E-05 5.11738 ***	3.98E-05 4.542997 ***	4.21E-05 4.370417 ***	3.98E-05 4.370774 ***
Adjusted R-squared	0.742915	0.759076	0.750169	0.765048	0.739947
F-statistic	5.882698	6.323575	6.073547	6.501831	5.807694
Prob(F-statistic)	0	0	0	0	0

Tabel 5. Regresi Dividend Per Share terhadap kepemilikan asing (*pool*)

Pool	1	2	3	4	5
C	-932.281	<u>524.3895</u>	-109.808	-764.525	-809.686
	-0.46133	<u>0.264139</u>	-0.0538	-0.36433	-0.39281
CONT	16.25832 3.631825				
CONT50		1409.976 4.243283 ***			
FOR50			727.1897 2.459652 **		
FORDUM				567.1527 1.794753 *	
FORTOTAL					10.98074 2.5764**
EBIAT2TA	0.185442 0.262289	0.106711 0.153097	0.111551 0.155037	-0.07541 -0.1044	0.075448 0.105197
MV2TA	-0.03009 -0.25699	0.063174 0.545629	-0.04641 -0.38958	-0.02432 -0.20187	-0.01914 -0.16042
LOGTA1	81.51876 0.480851	55.37915 0.331172	21.47179 0.124618	70.99911 0.407342	71.33896 0.413923
RE2EQ	-0.01659 -0.24275	0.003732 -0.000000	-0.02982 -0.42512	-0.00524 -0.07492	-0.01509 -0.21723
Adjusted R2	0.04373	0.065657	0.009254	-0.0051	0.012186
F-statistic	2.801749	3.768652	1.368	0.799993	1.486064
Prob(F-statistic)	0.018168	0.002807	0.238063	0.550907	0.196102

Tabel 6. Regresi Dividend Per Share terhadap kepemilikan asing (*Fixed Effect*)

	1	2	3	4	5
C	-453.816	404.2186	-552.926	-494.088	-441.625
	-0.71038	0.651619	-0.81104	-0.69663	-0.62352
CONT	1.469049				
	1.750141 *				
CONT50		167.0724			
		1.845506 *			
FOR50			9.783114		
			0.264175		
FORDUM				35.74404	
				0.612607	
FORTOTAL					0.80916
					0.896395
EBIAT2TA	0.124953	0.156887	0.098861	0.099595	0.099778
	1.302984	1.31991	1.254049	1.288393	1.25045
MV2TA	0.016172	0.01502	0.01923	0.018046	0.016837
	0.881517	0.834016	0.986586	0.900988	0.846212
LOGTA1	71.37391	66.82421	83.01393	76.17867	71.07977
	1.299258	1.252954	1.422219	1.224443	1.148001
RE2EQ	-0.00275	0.002051	-0.00385	-0.00352	-0.00321
	-0.2239		-0.37824	-0.34237	-0.31306
Adjusted R2	0.601801	0.601942	0.601718	0.601728	0.601742
F-statistic	3.89056	3.892261	3.89E+00	3.889673	3.89E+00
Prob(F-statistic)	0	0	0	0	0

Tabel 7. Regresi Dividend kas terhadap kepemilikan asing (*Pool*)

	1	2	3	4	5
C	1337116 2.968306 ***	1294402 2.895914 ***	1255498 0.0056 ***	1296598 2.82477 ***	1341379 2.96211 ***
CONT	-1623.9 -1.62735				
CONT50		-135486.6 -1.811028 *			
FOR50			-76269.1 -1.17413		
FORDUM				-38937.4 -0.5633	
FORTOTAL					-1321.62 -1.41149
EBIAT2TA	-101.966 -0.64699	-93.54523 -0.596097	-95.3457 -0.60312	-77.0067 -0.4874	-93.3513 -0.59247
MV2TA	-46.1117 -1.76659 *	-42.88182 -1.645025	-44.4674 -1.6968 *	-46.0872 -1.74695 *	-47.7056 -1.81971
LOGTA1	-120259 -3.1823 ***	-117586.2 -3.123214 ***	-114173 -3.01591 ***	-118214 -3.10059 ***	-119901 -3.16866 ***
RE2EQ	-4.57858 -0.30059	-5.853354 -0.385232	-3.13819 -0.2036	-5.6828 -0.37116	-4.5451 -0.29778
Adjusted R2	0.037709	0.040821	0.031391	0.026046	0.034455
F-statistic	2.543948	2.676798	2.276876	2.053638	2.405969
Prob(F-statistic)	0.029564	0.023022	0.048573	0.072983	0.038252

Tabel 8. Regresi Dividend kas terhadap kepemilikan asing (*Fixed Effect*)

	1	2	3	4	5
C	1205670 1.504821	1277839 1.492504	1548727 1.300223	1411112 1.227325	1110965 1.151651
CONT	-6963,61 -2.21778 **				
CONT50		-478231 -2.07110 **			
FOR50			-129443 -1.16946		
FORDUM				-162387 -1.1419	
FORTOTAL					-4072.23 -1.73604
EBIAT2TA	-258.515 -1.40595	-296.3072 -1.397661	-155.737 -1.30127	-137.686 -1.2399	-140.167 -1.20526
MV2TA	-35.0323 -1.39981	-38.17424 -1.386093	-46.3782 -1.30899	-44.223 -1.2344	-37.3757 -1.20711
LOGTA1	-96531.1 -1.45897	-108489.7 -1.512568	-137581 -1.37273	-120982 -1.25645	-91160.2 -1.14552
RE2EQ	0.21222 0.01084	0.488366 0.02107	4.458714 0.303009	3.949068 0.284907	2.159592 0.175214
Adjusted R2	0.887622	0.886577	0.853378	0.85376	8.62E-01
F-statistic	16.10699	15.95006	1.21E+01	1.22E+01	12.96065
Prob(F-statistic)	0	0	0	0	0