

ANALISIS KEPEMILIKAN ASING DAN NILAI PERUSAHAAN NON-KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BEI

Felix Kurniawan Taduga

Muhammad Nofal

Program Studi S1Manajemen Fakultas EkonomiUniversitasTadulako

email: tadugafelix@gmail.com; nofal_flo@yahoo.com

Abstract

This study aims to analyse impact of foreign ownership to value of non-financial companies listed on Indonesia Stock Exchange. The independent variables consist of Total Foreign Ownership, Foreign Institution Ownership, and Foreign Company Ownership. The variables control consist of size, age, dummy director. Variable dependent is Company Value, using Tobins'Q ratio. The research sample is 72 companies with purposive sampling sampling technique. Period of data is 5 years, from 2014-2018. Data panel regression using as data analysis method. The results showed that Total Foreign Ownership and Foreign Institution Ownership positively and still significantly at level of <15%. While Foreign Company Ownership has a positive but insignificant relationship to the value company. Size, Age, dummy director is not influence to value company.

Keywords: *Foreign Ownership, Value Company, Panel Data*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel independen terdiri dari Kepemilikan Asing Total, Kepemilikan Institusi asing, dan Kepemilikan Perusahaan Asing. Variabel kontrol terdiri dari Ukuran perusahaan, Umur Perusahaan, dan dummy Direksi. Variabel dependen adalah Nilai Perusahaan, diukur dengan Tobin's Q. Sampel penelitian sebanyak 72 perusahaan yang ditentukan dengan teknik *purposive sampling*. Periode data 5 tahun, yakni dari 2014-2018. Metode analisis data yang digunakan adalah regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan Kepemilikan Asing Total dan Kepemilikan Institusi Asing berpengaruh positif dan masih signifikan pada tingkat < 15% terhadap Nilai Perusahaan. Sementara Kepemilikan Perusahaan Asing memiliki pangaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, dan dummy direksi tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Kata kunci: *Kepemilikan Asing, Nilai Perusahaan, Data Panel*

1. PENDAHULUAN

Globalisasi memudahkan investor asing, apakah perusahaan atau institusi, untuk berinvestasi pada perusahaan domestik di banyak negara. Hal ini berkontribusi terhadap meningkatnya kepemilikan asing pada perusahaan domestik. Bagi perusahaan domestik, kehadiran investor asing diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan nilai yang mengukur seberapa penting sebuah perusahaan di mata para investornya. Sebuah perusahaan yang dinilai menguntungkan akan lebih banyak mendapat perhatian dari para investor, yang hal ini dapat dilihat dari jumlah investor atau pemegang saham yang menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut. Artinya, tinggi atau rendahnya nilai suatu perusahaan dapat dilihat melalui nominal harga saham yang diperjualbelikan di pasar saham. Oleh karena itu, tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* ialah memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang juga merupakan pemilik perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Meningkatnya peran kepemilikan asing di perusahaan Indonesia, menunjukkan adanya peran yang sangat penting dalam menyelesaikan masalah agensi. Simerly dan Li (2000), menyatakan bahwa kepemilikan asing merupakan salah satu faktor penentu keberhasilan penerapan *good corporate governance*. Ini dikarenakan pihak asing sangat peduli terhadap *agency problem*, di mana konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham dapat menghambat perusahaan dalam menjalankan tujuan

perusahaan. Tetapi ketika hubungan antara pemegang saham dengan manajer bisa dikendalikan melalui kepemilikan asing maka kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Kepemilikan asing akan mengawasi pihak manajer dengan cara memasukkan anggotanya yang dianggap dapat bertanggungjawab mengelola perusahaan secara optimal. Penelitian yang dilakukan oleh Choi *et.al* (2012) menemukan bahwa dengan adanya kepemilikan asing, maka pemilik modal biasanya akan merekomendasikan anggota dewannya yang juga merupakan orang asing. Data terakhir dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham di Indonesia, oleh asing sebesar 64% pada tahun 2016 dan pada 2017 sebesar 53%. Dari data ini, dapat disimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan di Indonesia menggantung modalnya pada kepemilikan asing.

Beberapa penelitian empiris yang menghubungkan kepemilikan asing terhadap *performance* atau nilai perusahaan memberikan dua hasil berbeda yakni menunjukkan dampak positif atau negatif atas hubungan tersebut. Penelitian Bremholm (2015) berjudul “*Foreign ownership and foreign directors – the effects on firm performance in Japan*”, menemukan bahwa kepemilikan asing di Jepang memiliki dampak positif terhadap *performance* perusahaan karena kepemilikan asing menunjukkan perubahan strategis ke cara yang lebih Anglo-Amerika, yakni pengawasan manajemen yang lebih ketat, lebih transparan, dan memberikan perbaikan dalam pengambilan risiko. Penelitian Shrivastav dan Kalsie (2017) berjudul “*The Relationship between Foreign Ownership and Firm Performance in India: An Empirical Analysis*”, juga menemukan adanya pengaruh positif kepemilikan asing terhadap *performance* perusahaan di India karena pemilik asing memberikan akses ke sumber daya secara besar-besaran dan memberikan monitoring dan keahlian manajemen yang lebih besar serta membantu mendapatkan akses ke pasar modal dan teknologi canggih. Akan tetapi, penelitian Phung dan Lie (2013) berjudul “*foreign ownership, capital structure, an firm vaue in Vietnam*” menemukan hasil yang berbeda, dimana kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif terhadap *performance* perusahaan di Vietnam. Hal ini karena kepemilikan asing di Vietnam tidak terkonsentrasi, sistem *corporate governance* di Vietnam tidak efisien, dan asimetris informasi yang menyulitkan pemegang saham asing melakukan pengawasan yang memadai terhadap manajemen. Perusahaan yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh asing biasanya lebih sering menghadapi masalah asimetri informasi dikarenakan hambatan geografis dan bahasa. Hasil empiris kontradiktif atau tidak konsisten satu dengan lainnya mengindikasikan bahwa isu kepemilikan asing dan *performance* menarik untuk diteliti.

Perusahaan yang menjadi objek penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan. Alasan memilih perusahaan non-keuangan adalah karena peneliti ingin mengambil cakupan sampel yang lebih luas, dengan harapan jika perusahaan non-keuangan dijadikan sebagai objek penelitian maka hasil dari penelitian lebih merefleksikan keadaan kepemilikan asing dan nilai perusahaan yang sebenarnya dari seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sehingga ukuran sampel dalam penelitian bersifat acak dan memperkuat hasil penelitian.

2. KAJIAN LITERATURE

Nilai Perusahaan

Weston dan Copeland (2010:11) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan prestasi perusahaan yang tercermin pada harga saham. Apabila perusahaan tidak mengalami kemacetan *finansial*, maka nilai saham perusahaan mengalami kenaikan. Perusahaan dengan prestasi yang lebih baik dibanding perusahaan lain, akan menikmati harga saham yang lebih tinggi dan cukup mudah untuk menambah dana baru bila dibutuhkan. Jika dana dari luar masuk ke perusahaan dengan harga saham yang cenderung naik, maka efisiensi terjadi pada penggunaan sumber-sumber ekonomi perusahaan.

Arti dan Bentuk Kepemilikan

Menurut Iqbal (2012), stuktur kepemilikan ialah bentuk kepemilikan saham di dalam suatu perusahaan. Kepemilikan saham itu terdiri dari beberapa jenis kepemilikan, antara lain kepemilikan

manajemen (*insiders*), kepemilikan perorangan (*individual*) dan kepemilikan saham oleh investor atau institusi (*outsider*). *Insider* merupakan *shareholder* yang berada di jajaran direktur dan komisaris dan *outsider* yaitu pihak institusi, individu dan lain-lain, Individu yang mempunyai saham suatu perusahaan dinyatakan sebagai pemilik perusahaan tersebut walaupun total sahamnya hanya beberapa lembar.

Menurut Husnan (2001:24), ada tiga tipe kepemilikan perusahaan disertai permasalahan hubungan keagenan yang terjadi pada perusahaan Indonesia, yaitu sebagai berikut:

1. Kepemilikan Menyebar (*dispersed ownership*)

Tipe perusahaan dengan kepemilikan menyebar yang memberikan imbalan lebih besar kepada manajemen dibanding perusahaan dengan kepemilikan lebih terkonsentrasi.

2. Kepemilikan Terkonsentrasi (*closely held*)

Tipe perusahaan seperti ini menimbulkan dua kelompok pemegang saham, yakni kelompok pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) dan kelompok pemegang saham minoritas (*minority shareholder*). Pemegang saham pengendali atau mayoritas dapat mempengaruhi keputusan manajemen yang dapat merugikan pemilik minoritas karena saham yang dimilikinya lebih besar bila dibandingkan dengan pemilik minoritas (*minority shareholder*).

3. Perusahaan Milik Pemerintah

Perusahaan milik pemerintah adalah perusahaan yang dimiliki baik sepenuhnya, sebagian besar, maupun sebagian kecil oleh pemerintah dan pemerintah memberi kontrol terhadap perusahaan tersebut. Perusahaan milik pemerintah yang berada di dalam negeri seperti Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dan Badan Usaha Milik Daerah (BUMD).

Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan akan menentukan sifat permasalahan keagenan, yaitu konflik manakah yang sering terjadi, apakah antara manajer dengan *shareholder* atau antara pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) dengan pemegang saham minoritas (*minority shareholder*). Akan tetapi, menurut Shleifer dan Vishny (1986), pemegang saham terbesar memiliki peranan penting dalam pengambilalihan keputusan perusahaan. Masalah keagenan yang fundamental terjadi bukan lagi dalam bentuk konflik antara manajemen dengan pemegang saham, namun antara pemegang saham minoritas dengan para pemegang saham pengendali yang hampir sepenuhnya dapat mengendalikan para manajer.

Agency Theory

Organisasi perusahaan modern ditandai dengan pemisahan antara kepemilikan (*ownership*) dan pengelola (manajer), sehingga melahirkan hubungan keagenan yang berkonsekuensi terhadap nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menganalisis hubungan keagenan dengan mengajukan logika tentang sebuah perusahaan yang awalnya hanya dimiliki oleh satu orang, dinamakan *Owner-Manager* (O-M). Dalam posisinya selaku O-M tunggal, seluruh hasil usaha menjadi miliknya sendiri, sehingga ia akan selalu berusaha untuk mengambil setiap tindakan yang akan meningkatkan kekayaannya. O-M akan selalu efisien dalam tindakannya karena jika tidak, ia akan menanggung seluruh biaya yang timbul sebagai konsekuensi dari setiap tindakannya tersebut. Ketika O-M menjual sebagian kepemilikan ekuitas eksternal yang ia miliki kepada pemegang saham baru, O-M tidak lagi pemilik tunggal melainkan sebagai pemilik bersama dengan pemegang saham baru. Konflik kepentingan sulit dihindari ketika kedua belah pihak mengutamakan *interest* pribadinya. Jika ada peluang, O-M dapat memaksimalkan kekayaannya misalnya dengan membeli jet eksekutif dan mengambil liburan panjang, maka ia akan memanfaatkannya. Kepemilikan bersama atas ekuitas menyiratkan masalah keagenan yang dapat menurunkan nilai perusahaan, sehingga pemegang saham baru mau tidak mau harus mengeluarkan biaya monitoring untuk menjamin bahwa O-M akan bertindak sesuai *interest* pemegang saham baru. Biaya ini meningkat dengan bertambahnya ekuitas eksternal. Biaya agensi ini dapat dikurangi jika

manajemen dan pemegang saham setuju untuk mempekerjakan auditor independen (Jensen dan Meckling, 1976).

Jika masalah agensi dapat diatasi oleh pengawasan pemegang saham, porsi saham yang dimiliki haruslah besar agar tersedia bagian *return* untuk membiayai aktivitas tersebut. Mengacu pada Shleifer dan Vishny (1986), terdapat manfaat dari pemegang saham dengan kepemilikan saham besar dalam perusahaan karena pemegang saham besar memiliki dorongan yang kuat untuk memonitor manajemen, sehingga mereduksi masalah agensi yang membantu nilai perusahaan. Kontrol ketat menanggung biaya pengawasan dilakukan oleh pemegang saham besar karena keputusan manajemen terkait dengan *return* dan resiko atas investasi mereka. Di sisi lain, kehadiran pemegang saham besar juga dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan karena pemegang saham besar dapat mengutamakan kepentingan pribadi mereka yang bertentangan dengan saham lainnya atau karyawan dan manajer.

Entrenchment Theory

Husnan (2001:24) menyatakan efek *entrenchment* (pembentengan) mencakup ekspropriasi laba perusahaan yang ditransfer kepada perusahaan lain yang masih dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali dapat juga melakukan ekspropriasi tentang pencarian tujuan yang tidak memaksimalkan laba perusahaan. Fan dan Wong (2002), menyatakan bahwa pemegang saham besar (pengendali) dengan hak kontrol yang kuat menggunakan perusahaan untuk kepentingan pribadi dibanding kepentingan pemegang saham non-pengendali, mengimplikasikan dampak *entrenchment* pemegang saham pengendali. *Entrenchment* ialah perilaku pemegang saham pengendali yang dilindungi oleh hak kontrolnya untuk melakukan *a buse of power* seperti ekspropriasi. Sanjaya (2010), *entrenchment* adalah tindakan pemegang saham pengendali untuk menggunakan hak kontrol mereka demi kepentingan diri sendiri tanpa perlu kesepakatan dengan kepentingan pemegang saham non pengendali.

Kepemilikan Asing

Hadiprajitno (2013), investasi asing diartikan sebagai penanaman modal yang berasal dari luar negeri (*non domestic*) baik perusahaan asing maupun institusi asing terhadap suatu perusahaan di dalam negeri (*domestic*), baik dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Menurut Fanani dan Hendrick (2016), kepemilikan asing ialah penanaman modal oleh pihak dari asing (*foreign*) yang menginvestasikan modalnya pada suatu perusahaan domestik yang mempunyai sebagian saham dan hak suara pada perusahaan tersebut. kepemilikan asing merupakan kepemilikan oleh individu maupun kelompok yang berasal dari luar negeri (*foreign*) yang menginvestasikan modalnya baik dalam bentuk saham maupun pendirian perusahaan ke dalam negeri. Dengan keberadaan investor asing dalam perusahaan domestik, pengawasan terhadap performa perusahaan akan lebih baik, dan dengan tenaga-tenaga ahli yang kontrak oleh para investor asing akan meningkatkan *firm value* sehingga dapat dilirik oleh para calon investor lainnya. Mengacu pada teori keagenan, kepemilikan oleh asing meningkatkan kepedulian terhadap masalah keagenan dalam bentuk intensitas monitoring terhadap manajemen karena ia atau mereka memiliki cukup pengetahuan dalam memonitoring manajer.

Karakteristik Perusahaan

Karakteristik dapat diartikan sebagai ciri khas atau sifat yang melekat dalam suatu entitas usaha (Laraswita dan Indrayani, 2010). Karakteristik ukuran perusahaan, dan umur perusahaan, dan keberadaan direksi asing.

1. Ukuran Perusahaan. Ukuran perusahaan adalah sebuah skala yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Indikator ukuran perusahaan yaitu terdiri dari nilai buku ekuitas, *total asset*, dan *net sales* (Nasution dan Setiawan, 2007). Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin tinggi pula tuntutan terhadap keterbukaan informasi dibandingkan dengan ukuran perusahaan yang lebih kecil. Dengan mengungkapkan informasi lebih banyak, perusahaan mencoba mengisyaratkan bahwa perusahaan telah menerapkan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance*

2. Umur Perusahaan. Umur perusahaan menunjukkan perusahaan tetap eksis, mampu bersaing dan memanfaatkan peluang bisnis dalam suatu perekonomian. Dengan mengetahui umur perusahaan, maka akan diketahui pula sejauh mana perusahaan tersebut dapat *survive*. Semakin panjang umur perusahaan akan memberikan pengungkapan informasi keuangan yang lebih luas dibanding perusahaan lain yang umurnya lebih pendek dengan alasan perusahaan tersebut memiliki pengalaman lebih dalam mempublikasi laporan tahunan (Istanti, 2009). Umur juga berdampak pada kinerja perusahaan yang akan meningkatkan nilai perusahaan oleh karena itu digunakan sebagai variabel kontrol.
3. Direksi Asing. Direksi asing adalah orang asing yang ditempatkan sebagai direksi di dalam perusahaan domestik. Bremholm (2015), adanya direksi asing di perusahaan dapat dilihat oleh pasar sebagai langkah yang sangat unik dan bahkan mungkin berani sehingga menghasilkan efek pensinyalan yang meningkat, dan pengetahuan yang dibawa oleh anggota dewan asing ke perusahaan memiliki efek langsung pada kinerja perusahaan. Selanjutnya, peningkatan pemantauan efek dari manajemen perusahaan mungkin juga menjadi salah satu alasan untuk peningkatan efek pada Tobin Q dari direktur asing.

Kepemilikan asing telah didiskusikan sebagai faktor yang memiliki dampak terhadap kinerja perusahaan. di mana kehadirannya memberikan manfaat berupa monitoring yang efektif yang dapat mereduksi biaya agensi, terjadinya transfer teknologi baru oleh perusahaan asing yang dapat menghemat biaya operasional (Aydin, *et.al*, 2007), memberikan pengetahuan mengenai model *corporate governance* yang baru, monitoring manajer yang lebih ketat, lebih transparan, dan perbaikan pengambilan risiko perusahaan (Bremholm, 2015). Kepemilikan asing memberikan akses ke sumber daya perusahaan secara besar-besaran dan memberikan pemantauan dan keahlian manajemen yang lebih besar (Shrivastav dan Kalsie, 2017).

Selanjutnya kepemilikan institusi asing memiliki dampak positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Intitusi asing berinvestasi di perusahaan domestik dengan kinerja yang lebih baik atau menawarkan pengembalian pasar yang superior. Selain itu, kepemilikan perusahaan asing memiliki tingkat kendali terhadap perusahaan domestik secara positif yang terkait dengan tingkat komitmen sumber daya untuk transfer teknologi ke perusahaan domestik. Perusahaan asing umumnya cenderung berinvestasi di perusahaan domestik yang terkait dengan bisnis inti mereka. Ini memungkinkan mereka untuk memiliki pengalaman yang relevan dalam pengetahuan teknis dan keahlian tentang perusahaan tempat mereka berinvestasi. Perusahaan dengan kepemilikan saham perusahaan asing diberikan efisiensi, teknologi unggul, dan keahlian manajerial yang lebih besar (Shrivastav dan Kalsie, 2017).

Direksi Asing. Direksi asing adalah orang asing yang ditempatkan sebagai direksi di dalam perusahaan domestik. Bremholm (2015), adanya direksi asing di perusahaan dapat dilihat oleh pasar sebagai langkah yang sangat unik dan bahkan mungkin berani sehingga menghasilkan efek pensinyalan yang meningkat, dan pengetahuan yang dibawa oleh anggota dewan asing ke perusahaan memiliki efek langsung pada kinerja perusahaan. Selanjutnya, peningkatan pemantauan efek dari manajemen perusahaan mungkin juga menjadi salah satu alasan untuk peningkatan efek pada Tobin Q dari direktur asing

Kepemilikan asing telah didiskusikan sebagai faktor yang memiliki dampak terhadap kinerja perusahaan. di mana kehadirannya memberikan manfaat berupa monitoring yang efektif yang dapat mereduksi biaya agensi, terjadinya transfer teknologi baru oleh perusahaan asing yang dapat menghemat biaya operasional (Aydin, *et.al*, 2007), memberikan pengetahuan mengenai model *corporate governance* yang baru, monitoring manajer yang lebih ketat, lebih transparan, dan perbaikan pengambilan risiko perusahaan (Bremholm, 2015). Kepemilikan asing memberikan akses ke sumber daya perusahaan secara besar-besaran dan memberikan pemantauan dan keahlian manajemen yang lebih besar (Shrivastav dan Kalsie, 2017).

Selanjutnya kepemilikan institusi asing memiliki dampak positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. Intitusi asing berinvestasi di perusahaan domestik dengan kinerja yang lebih baik atau menawarkan pengembalian pasar yang superior. Selain itu, kepemilikan perusahaan asing memiliki tingkat kendali terhadap perusahaan domestik secara positif yang terkait dengan tingkat komitmen sumber daya untuk transfer teknologi ke perusahaan domestik. Perusahaan asing umumnya cenderung berinvestasi di perusahaan domestik yang terkait dengan bisnis inti mereka. Ini memungkinkan mereka untuk memiliki pengalaman yang relevan dalam pengetahuan teknis dan keahlian tentang perusahaan tempat mereka berinvestasi. Perusahaan dengan kepemilikan saham perusahaan asing diberikan efisiensi, teknologi unggul, dan keahlian manajerial yang lebih besar (Shrivastav dan Kalsie, 2017).

3. METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah verifikatif yaitu menguji teori-teori sebelumnya guna melahirkan teori dan pengetahuan baru (Suryana, 2010:20). Penelitian ini akan menguji teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu tentang hubungan antara kepemilikan asing dengan nilai perusahaan.

Obyek dari penelitian ini adalah semua perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dimana data struktur kepemilikannya dijumpai kepemilikan asing, apakah perusahaan atau institusi keuangan, sehingga memungkinkan dilakukan pengujian pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan. Keseluruhan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, terdiri dari data kepemilikan asing atas saham masing-masing perusahaan, data *performance*, data pasar saham, data keuangan lain yang menggambarkan variabel kontrol. Periode data selama 5 tahun, dari tahun 2014 hingga 2018. Keseluruhan data terdapat pada *database idx* yang dapat diperoleh dengan cara ekstraksi data dari situs idx.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, berjumlah 440 perusahaan. Sampel diperoleh dengan menerapkan teknik *purposive sampling*, yakni penentuan sampel berdasarkan kriteria-kriteria yang ditentukan oleh peneliti, yang akhirnya memperoleh sampel sebanyak 72 perusahaan. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Sebagaimana variabel yang digunakan oleh Bremholm (2015), nilai perusahaan diproxy dengan Tobin's Q. Ukuran Tobin's Q diperoleh melalui kapitalisasi pasar dari ekuitas ditambah nilai buku hutang dibagi dengan nilai buku total aktiva (Suranta dan Pratana, 2003). Alasan menggunakan rasio Q Tobin adalah karena dapat membuat pengukuran yang lebih baik untuk menentukan apakah saham perusahaan dinilai *overvalued* atau *undervalued* oleh pasar (Bremholm, 2015). Variabel independen penelitian ini yaitu kepemilikan asing. Bremholm (2015) yang dimaksud kepemilikan asing adalah persentase saham yang dikendalikan oleh pemilik asing yang bukan merupakan investor individu pada akhir tahun fiskal. Mengacu pada penelitian Shrivastav dan Kalsie (2017), kepemilikan asing diukur dalam tiga ukuran berbeda, yaitu Kepemilikan saham Asing Total (FO_T), Kepemilikan Institusi Asing (FO_I) dan Kepemilikan Perusahaan Asing (FO_F). Penelitian ini juga menggunakan tiga variabel kontrol atau kendali yaitu ukuran perusahaan yang diukur dengan Ln(*sales*), umur perusahaan, dan dummy direksi. Teknik analisis data penelitian ini menggunakan prosedur regresi *Ordinary Least Square* (OLS) data panel, dengan persamaan sebagai berikut:

$$Q_{it} = \alpha_1 + \beta_1 t + \beta_2 \ln(\text{Net Sales})_{it} + \beta_3 \ln(\text{Umur})_{it} + \beta_4 D_{Dit} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$Q_{it} = \alpha_1 + \beta_1 t + \beta_2 \ln(\text{Net Sales})_{it} + \beta_3 \ln(\text{Umur})_{it} + \beta_4 D_{Dit} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$Q_{it} = \alpha_1 + \beta_1 F + \beta_2 \ln(\text{Net Sales})_{it} + \beta_3 \ln(\text{Umur})_{it} + \beta_4 D_{Dit} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Berikut ini adalah data Perkembangan atau *Trend* kepemilikan asing di perusahaan non-keuangan selama 5 tahun (2014-2018):

Tabel 1. *Trend* Kepemilikan Asing Total di Perusahaan Non-Keuangan

NO :	KEPEMILIKAN ASING	2014	2015	2016	2017	2018
A.	KEPEMILIKAN ASING TOTAL (FO_T)					
	N	72	72	72	72	72
	Rata-rata Proporsi Saham Asing Total	0.44	0.45	0.45	0.44	0.44
	Standar Deviasi	0.30	0.30	0.30	0.31	0.31
B.	KEPEMILIKAN INSTITUSI ASING (FO_I)					
	N	30	30	30	30	30
	Rata-rata Proporsi Saham Institusi Asing	0.31	0.32	0.33	0.30	0.29
	Standar Deviasi	0.26	0.26	0.27	0.27	0.27
C.	KEPEMILIKAN PERUSAHAAN ASING (FO_F)					
	N	50	50	50	50	50
	Rata-rata Proporsi Saham Perusahaan Asing	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44
	Standar Deviasi	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31

Sumber: Data, diolah (www.idx.com)

Tabel 1 menunjukkan bahwa rata-rata proporsi saham oleh Asing Total selama lima tahun menunjukkan nilai yang konsisten yakni berada pada 0,44 sampai 0,45 dengan jumlah perusahaan = 72. Artinya, jika dipersentasekan kepemilikan saham asing total selama lima tahun hanya mampu menguasai 44-45% kepemilikan saham di 72 perusahaan non-keuangan, selebihnya dikuasai

kepemilikan saham dalam negeri. Selanjutnya standar deviasi kepemilikan asing total berada pada angka 0,30 sampai 0,31. Artinya sebaran jumlah nilai data menunjukkan nilai yang berbeda atau heterogen. Semakin heterogen suatu nilai data, maka semakin besar pula jarak setiap titik data dengan nilai rata-rata.

Kriteria yang diterapkan dalam prosedur *purposive sampling* berhasil memperoleh 72 perusahaan publik sebagai sampel dengan data selama periode 5 tahun, sehingga terdapat 360 observasi data. Adapun statistik deskriptif variabel penelitian dengan data yang diperoleh disajikan pada Tabel 2:

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variable	Mean	Std. Dev	Min	Max	N
Q	1.27	1.010	0.08	7.96	360
FO _T	0.45	0.298	0.01	0.97	360
Ln(<i>Net Sales</i>)	27.87	2.163	21.38	33.25	360
Ln(Umur)	3.47	0.473	1.10	4.73	360
D _D	0.56	0.497	1.00	0.00	360

Sumber : Data, diolah (2019).

Berdasarkan Tabel 2, rata-rata nilai Tobin's Q adalah sebesar 1,27 dengan standar deviasi sebesar 1,01. Hal ini menunjukkan bahwa data Tobin's Q memiliki variasi yang kecil di sekitar rata-rata. Nilai dari Tobin's Q maksimum adalah 7,96 dan minimum adalah 0,08. Kepemilikan Asing Total (FO_T) memperlihatkan nilai rata-rata sebesar 0,45 dengan standar deviasi sebesar 0,29. Hal ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Asing memiliki variasi data yang kecil di sekitar rata-rata. Nilai Kepemilikan Asing Total (FO_T) maksimum adalah 0,97 dan minimum 0,01. Nilai rata-rata *Size* Perusahaan yang diukur dengan Ln(*Net Sales*) adalah sebesar 27,87 dengan variasi data sebesar 2,16. Hal ini menunjukkan bahwa Ln(*net sales*) cukup variatif di sekitar rata-rata. *Size* terbesar adalah 33,25 dan terkecil adalah 21,38. Nilai rata-rata umur perusahaan sebesar 3,47 tahun dengan nilai standar deviasi sebesar 0,47. Hal ini menunjukkan bahwa umur cukup tersebar di sekitar rata-rata. Perusahaan tertua berumur 4,73 tahun dan termuda 1,10 tahun. *Dummy* Direksi (D_D) memperlihatkan nilai rata-rata sebesar 0,56 dengan standar deviasi sebesar 0,49. Hal ini menunjukkan bahwa *Dummy* Direksi memiliki variasi data yang kecil di sekitar rata-rata. Nilai *Dummy* Direksi (D_D) maksimum adalah 1,00 dan minimum adalah 0,00.

Masing-masing dari tiga model regresi data panel akan diestimasi dengan menggunakan *Common Effet Model*, *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Probabilitas cross-section F pada uji chow lebih kecil dari taraf signifikansi 5%, sementara cross section random effect pada uji hausman menghasilkan angka lebih besar dari pada 5%. Berdasarkan hasil-hasil ini, model estimasi yang tepat pada penelitian ini adalah menggunakan random effect model, dengan metode EGLS. Adapun hasil regresi dengan Eviews 7 disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3 memperlihatkan nilai statistik nilai R² sebesar 17,2% untuk Model-1, 14,6% untuk Model-2, dan 19,1% untuk Model-3. Hasil ini dapat diinterpretasikan bahwa masing-masing model regresi masih cukup baik untuk menjelaskan variasi variabel dependen atau Tobin's Q. Shrivastav dan Kalsie (2017) menganalisis kepemilikan asing di India dengan regresi data panel *Random Effect Model* dengan hasil *R-squared* sebesar 24,9%. Hal ini berarti bahwa *R-squared* dalam penelitian ini memiliki interpretasi yang sama dengan studi sebelumnya.

Koefisien regresi FO_T pada Model regresi 1 adalah sebesar 0,447 dengan *probability* sebesar 0,141. Hasil ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Asing Total memiliki pengaruh positif dan masih signifikan pada tingkat < 15% terhadap Nilai Perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan Indonesia dengan Kepemilikan Asing tinggi memiliki nilai perusahaan lebih tinggi daripada perusahaan lain dengan Kepemilikan Asing rendah. Dengan demikian, hipotesis 1 diterima. Koefisien regresi FO_I pada Model regresi 2 adalah sebesar 0,764 dengan nilai *probability* sebesar 0,137. Hasil ini menunjukkan bahwa

Kepemilikan Institusi Asing memiliki pengaruh positif dan masih signifikan pada tingkat < 15% terhadap Nilai Perusahaan. Hal ini berarti bahwa perusahaan Indonesia dengan Kepemilikan Institusi Asing tinggi memiliki nilai perusahaan lebih tinggi daripada kepemilikan institusi asing rendah. Dengan demikian, hipotesis dua diterima. Koefisien regresi FO_F adalah sebesar 0,362, dengan nilai *probability* sebesar 0,376. Hasil ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Perusahaan Asing memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hal ini berarti bahwa adanya kepemilikan perusahaan asing yang tinggi di perusahaan Indonesia, belum menjamin memiliki nilai perusahaan lebih tinggi daripada perusahaan dengan kepemilikan perusahaan asing yang rendah. Dengan demikian, hipotesis 3 ditolak. Sementara variabel kontrol $\ln(\text{net sales})$, $\ln(\text{umur})$, dan *dummy* direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 3. Hasil Regresi Data Panel-*Random Effect Model*

Dependent Variable: Tobin's Q						
Method : Panel EGLS (Cross-section random effects)						
Variable	Model-1		Model-2		Model-3	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
FO_T	0,447	0,141				
FO_I			0,764	0,137		
FO_F					0,362	0,376
$\ln(\text{Net Sales})$	- 0,078	0,061	- 0,099	0,062	- 0,052	0,280
$\ln(\text{Umur})$	- 0,099	0,637	- 0,129	0,617	- 0,099	0,741
D_D	0,131	0,495	- 0,363	0,242	0,148	0,517
R^2	0,172		0,146		0,191	
N	360		150		250	

Sumber : Data, diolah dengan Eviews 7, (Juli 2019) *** < 5%, ** < 10%, * < 15%

Ket : Model-1 variabel independen adalah Kepemilikan Asing Total (FO_T)

Model-2 variabel independen adalah Kepemilikan Institusi Asing (FO_I)

Model-3 variabel independen adalah Kepemilikan Perusahaan Asing (FO_F)

Penelitian ini menemukan pengaruh positif Kepemilikan Asing Total (FO_T) terhadap Nilai Perusahaan Non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan tingkat signifikansi relatif lemah. Hasil ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Asing Total, yang merupakan gabungan dari kepemilikan saham oleh institusi dan perusahaan asing, memiliki jumlah saham yang cukup signifikan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Tingginya tingkat kepemilikan yang tergabung menjamin adanya perbaikan *good corporate governance* yang bermanfaat dalam meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan di India oleh Shrivastav dan Kalsie (2017) yang menemukan bahwa kepemilikan asing memiliki dampak positif pada kinerja perusahaan India. Dampak positif di India karena pemilik asing memberikan akses ke sumber daya besar-besaran, pemantauan, dan keahlian manajemen yang lebih besar. Kepemilikan asing juga membantu dalam mendapatkan akses ke pasar modal dan teknologi.

Pengaruh Kepemilikan Institusi Asing juga ditemukan positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan Non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil ini tidak terlepas dari porsi kepemilikan institusi asing yang cukup besar untuk dapat mengontrol manajemen perusahaan, sesuai statusnya sebagai pemegang saham mayoritas atau pengendali. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Shrivastav dan Kalsie (2017) yang menemukan bahwa hubungan kepemilikan institusi asing terhadap nilai perusahaan bersifat positif dan signifikan. Kepemilikan institusi asing membawa dampak pada

sistem tata kelola perusahaan yang maju dan berwawasan luas. Tingkat kepemilikan institusi asing cukup untuk menyediakan pemantauan yang komprehensif, dan dengan demikian perusahaan berakhir dengan pemantauan yang lebih baik. Adanya kepemilikan institusi asing yang tinggi akan memicu peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kualitas dan kelangsungan perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusi asing maka usaha pengawasan akan lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga perilaku *opportunistic* manajer terhalangi

Hasil mengejutkan diperoleh ketika Kepemilikan Perusahaan Asing dihubungkan dengan nilai perusahaan, dengan hubungan yang tidak signifikan. Penelitian di Jepang yang dilakukan oleh Bremholm (2015) menunjukkan hasil yang berbeda, di mana kepemilikan perusahaan asing mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Selain dipengaruhi oleh perubahan yang strategis ke cara Anglo-Amerika, faktor sistem tata kelola perusahaan konvensional Jepang yang menggambarkan bahwa banyak perusahaan Jepang terjalin erat ke dalam kelompok bisnis di mana kepemilikan sahamnya terjadi secara silang dan lebih terbuka dengan model Anglo-Amerika, dengan tujuan menginginkan perubahan *corporate governance* yang lebih baik. Kemudian, pemerintah Jepang juga telah membuka model tata kelola perusahaan yang berbeda pada tahun 2002, yang memungkinkan dan perluasan peran direktur eksternal dalam perusahaan yang disebut "sistem komite". Tujuan program ini adalah mengaitkan dengan efek pensinyalan yakni memindahkan perusahaan ke keadaan yang lebih transparan, dengan peningkatan pemantauan oleh pihak luar dan pengurangan biaya agensi karena asimetri informasi. Penelitian Shrivastav dan Kalsie (2017) di India juga menemukan bahwa kepemilikan perusahaan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Keberhasilan pemilik asing memberikan sumber daya secara besar-besaran melalui keahlian manajemen, akses ke pasar modal, dan teknologi yang canggih tidak terlepas dari kebijakan pemerintah tahun 2012 mengenai masuknya investasi asing secara besar-besaran. Kedatangan Monsanto (perusahaan multinasional yang berasal dari Amerika Serikat) merupakan *transnational transaction* memberikan berbagai dampak positif antara lain peningkatan perekonomian, mempererat hubungan kedua negara, terciptanya lapangan kerja serta teknologi yang canggih. Hasil penelitian ini dapat dijelaskan dengan melihat faktor internal dan eksternal perusahaan. keberhasilan *good corporate governance* oleh asing di Indonesia dipengaruhi oleh banyak faktor, yang secara garis besar dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu faktor mikro (mekanisme *corporate governance*) di dalam perusahaan dan faktor makro (regulasi dan kondisi negara). Pelaksanaan *good corporate governance* oleh pihak asing di perusahaan domestik mungkin terhambat oleh karena adanya asimetri informasi seperti *moral hazard* terjadi ketika manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemegang saham untuk kepentingan pribadinya. Selanjutnya terjadi *adverse selection*, di mana pihak asing yang memiliki informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak akan menerima perjanjian dengan bentuk apapun, jika terpaksa untuk melakukan perjanjian maka pihak yang memiliki informasi sedikit akan melakukan syarat yang ketat dan biaya yang tinggi (Rahmawati dan Handayani, 2017). Selain faktor internal perusahaan, faktor eksternal perusahaan juga mempengaruhi pihak perusahaan asing berinvestasi, misalnya kesamaan budaya, tenaga kerja terampil, kestabilan politik, dan regulasi yang berlaku di negara investasi. Penelitian yang dilakukan Kirkpatrick (2006) menemukan bahwa Penanaman Modal Asing di bagian infrastruktur berkorelasi positif dengan efektivitas regulasi. Artinya jika pemerintah mampu menyusun regulasi yang baik, maka pihak asing akan lebih berkomitmen untuk membiayai proyek-proyek infrastruktur di negara berkembang (bentuk dari *corporate sosial responsibility*). Menurut Dunning (1993), berdasarkan tujuannya, ada dua jenis Penanaman Modal Asing (PMA), yakni: (1) Pemodal Asing yang mencari pasar (*market seeking*), (2) Pemodal Asing berorientasi pada ekspor. Bagi pemodal asing yang berorientasi pada pasar, ukuran pasar, tingkat pertumbuhan ekonomi, dan pertumbuhan pasar menjadi faktor penentu dan menarik para pemodal asing untuk berinvestasi. Keberadaan investor perusahaan asing di perusahaan domestik sebagai proses dari *foreign direct*

investment, masuk sebagai induk perusahaan dan perusahaan domestik sebagai anak perusahaan. Perusahaan asing umumnya cenderung berinvestasi di perusahaan domestik yang terkait dengan bisnis inti mereka. Status sebagai induk atau pionir bisnis membuat perusahaan asing tetap bertahan sebagai investor walaupun kinerja perusahaan tempat mereka berinvestasi menurun, sebagai dampak dari berbagai kondisi yang kurang menguntungkan. Perusahaan asing tidak seperti institusi asing yang hanya berinvestasi pada perusahaan *profitable* dan menjual saham jika perusahaan tempat mereka berinvestasi mulai terdegradasi.

$\ln(\text{net sales})$ memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil tidak signifikan ini menunjukkan arah hubungan yang tidak sesuai dengan teori ukuran perusahaan bahwa berbarengan dengan nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan Indonesia kurang efisien dalam pengelolaan usaha, sehingga penjualan justru berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Nasution dan Setiawan (2007) menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka akan semakin tinggi pula tuntutan terhadap transparansi informasi keuangan perusahaan. Ukuran perusahaan yang diwakili oleh $\ln(\text{net sales})$ belum mampu memberikan transparansi dan mencerminkan ukuran perusahaan sesungguhnya karena penjualan bersih yang dimaksud tersebut belum sepenuhnya dikurangi dengan biaya-biaya antara lain seperti harga pokok penjualan, beban pajak, beban bunga sehingga keyakinan investor untuk berinvestasi belum sepenuhnya terjamin. Selain itu, menurut Weston dan Brigham (1998), peningkatan penjualan yang strategis harus diikuti dengan peningkatan aktiva perusahaan. Keputusan keuangan dari pihak manajemen dalam hal ini sangat diperlukan, apakah akan menggunakan modal sendiri atau pendanaan eksternal (utang). Pada kasus ini, pihak manajemen kurang memperhatikan sumber pendanaan yang tepat bagi penambahan aktiva tersebut. Sehingga yang terjadi adalah perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang tinggi belum mampu memenuhi kewajiban finansialnya seandainya perusahaan tersebut membelanjai asetnya dengan utang.

Umur perusahaan memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menegaskan bahwa semakin lama perusahaan berdiri tidak menjamin meningkatnya suatu nilai perusahaan. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Loderer dan Waelchli (2009) yang menemukan bahwa perusahaan yang lama berdiri mengalami pertumbuhan yang lambat sehingga investor tidak tertarik berinvestasi dan membuat nilai perusahaan menurun.

Dummy direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya dewan asing yang ditempatkan sebagai direksi di dalam perusahaan belum dapat menjamin peningkatan nilai perusahaan. Hal ini mungkin terjadi karena karakteristik sampel yang digunakan untuk variabel *dummy* direksi sebagian besar tidak memiliki warga negara asing dalam keanggotaan asing dewan direksi dalam perusahaannya. Sehingga hal ini berdampak pada variasi data variabel *dummy* direksi pada sampel yang digunakan tidak cukup menjelaskan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hidayanti (2017) yang menemukan bahwa direksi asing tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Keberadaan anggota asing sebagai manajemen perusahaan belum sepenuhnya menjamin perbaikan tata kelola perusahaan yang baik. Perusahaan Indonesia memiliki perbedaan budaya dengan negara luar dan kepemilikan di Indonesia merupakan ciri kepemilikan keluarga sehingga sering terjadi konflik kepentingan.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan pada bab sebelumnya maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Hasil penelitian menunjukkan perkembangan kepemilikan saham asing di Indonesia selama lima tahun hanya mampu menguasai 44-45% pada 72 perusahaan non-keuangan, selebihnya dikuasai kepemilikan saham dalam negeri.

2. Berdasarkan hasil penelitian dapat dijelaskan bahwa variabel Kepemilikan Asing Total memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
3. Berdasarkan hasil penelitian dapat dijelaskan bahwa variabel kepemilikan Institusi Asing memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
4. Berdasarkan hasil penelitian dapat dijelaskan bahwa variabel kepemilikan Perusahaan Asing memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian memiliki beberapa saran: (1) Bagi perusahaan, memperbesar benefit kontrol pasar dan teknologi dengan kehadiran investor asing sebagai pemiliki saham perusahaan; (2) penelitian selanjutnya, mengaitkan tipologi kepemilikan asing dengan karakteristik perusahaan domestik. (3) Bagi penelitian selanjutnya, nilai penjualan atau *ln(net sales)* tidak digunakan dalam *proxy* ukuran perusahaan, melainkan menggunakan *ln(total asset)* untuk lebih menggambarkan *size* perusahaan yang sesungguhnya.

6. REFERENSI

- Aydin, N., Sayim, M., Yalama, A. (2007). Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *Internasional Research Journal of finance and Economics*. EuroJournal Publishing Inc.
- Bremholm, A. (2015). *Foreign ownership and foreign directors – the effects on firm performance in Japan*. Thesis: Department of Business Administration FEKN90, Business Administration Examensarbete på Civilekonomprogrammet. LUND UNIVESITY. Spring, 2015.
- Choi, H. M., Wonsik Sul, Sang Kee Min. (2012). Foreign board membership and firm value in Korea. *Management Decisio*, Vol. 50, No.2, 2012, pp. 207-233. Emerald Group Publishing Limited
- Dunning, J. H. (1993). *Multinasional enterprises and the global economy*. Workingham: Adisson-Wesley.
- Fan J P H, Wong T J. (2002). Corporate Ownership Structure and The Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting And Economics*. Vol.33. pp 133- 156
- Fanani Z, Hendrick Y.S. (2016). Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan. Universitas Airlangga Surabaya, Jawa Timur, Indonesia. *Iqtishadia*. Vol. 9, No. 1, Maret 2016: hal. 99-122.
- Hadiprajitno P.B. (2013). Struktur Kepemilikan, Mekanisme Tata Kelola Perusahaan, Dan Biaya Keagenan Di Indonesia (Studi Empirik Pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi & Auditing*. Volume 9/No. 2/MEI 2013 : 97 - 127.
- Hidayanti N. 2017. Pengaruh Masa Jabatan Direktur Utama, Direksi Asing, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Administrasi Expensive, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Profesional Ekonomi*, 2017.
- Husnan, Suad. (2001). *MANAJEMEN KEUANGAN (Teori dan Penerapan)*, Edisi Ketiga. Penerbit: UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Ikkal, M. (2012). “Hubungan Karakter Perusahaan Dan Profitabilitas Dengan Praktek Pengungkapan Sosial Dan Lingkungan (Suatu Telaah Empiris dan Teoritis).” *Jurnal Kinerja/Volume 9. No.2*. 225-235.
- Jensen, M. C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Kirkpatrick, C., Parker, D., dan Yin-Fang Zhang. (2006). Foreign direct investment in infrastructure in developing countries: does regulation make a difference?” *Transnational Corporations 15(1)*: 143-171.
- Laraswita, N dan Indrayani, E. (2010). Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap kelengkapan pengungkapan dalam Laporan Tahunan Sektor Properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal: Akuntansi*
- Loderer, C., Waelchli, U. (2009). “Firm age and survival”. Working paper, University of Bern, Switzerland.
- Nasution, M. dan Setiawan D. (2007). Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Manajemen Laba di Industri Perbankan Indonesia. *Jurnal dan Prosiding SNA-Simposium Nasional Akuntansi, Vol.10, 2007: Makasar*
- Phung D N dan Lie P V. (2013). Foreign ownership, Capital Structure, an Firm Vaue:Empirical From Vietnams Listed Firms. *The Iup Journal of Corporate Governance. Vol 12, Issue 2, pp 40-50*.

- Rahmawati B.N, Handayani S.R. (2017). Analisis Pengaruh Karakteristik Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014). *Diponegoro Journal Of Accounting*. Volume 6, Nomor 3, Tahun 2017, Halaman 1-12 ISSN (Online): 2337-3806 <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>
- Sanjaya, I. P. S. (2010). Efek Entrenchment Dan Alignment Pada Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi*. Volume XIII, Pp. 1-26.
- Shleifer, A., and Vishny R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. LII, pp. 737-783
- Shleifer, A., Vishny, R W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, pp. 461-488.
- Shrivastav, S. M., Kalsie, A. (2017). The relationship between Foreign Ownership and Firm Performance in India: An Empirical Analysis, *Artha Vijnama* Vol. LIX, No. 2, 152-162
- Simerly, R. dan Li, M. (2000). Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and An Empirical Test. *Strategic Management Journal*, 21(1), pp: 31-49.
- Suryana. (2010). *METODOLOGI PENELITIAN (Model Praktis Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif)*. Buku Ajar Perkuliahan. Penerbit: Universitas Pendidikan Indonesia. Bandung.
- Weston J.F, Copeland T.E. (2010). *Manajemen Keuangan, jilid 1*. Penerbit: Binarupa Aksara. Cetakan:2010. Edisi Revisi. Tangerang.
- Weston, J.F., dan Brigham. (1998). *Manajemen Keuangan, Edisi 9, Alih Bahasa oleh Kirbrandoko*, Penerbit: Erlangga, Jakarta.