

EKUITAS
Akreditasi No.110/DIKTI/Kep/2009

ISSN 1411-0393

PENGARUH TIPE KEPEMILIKAN TERHADAP PROFITABILITAS PERUSAHAAN: STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA

Fransiska Soejono
fransoe_77@yahoo.com

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Musi

ABSTRACT

This research is aimed to test the difference in financial performance between firms with various types of ownership (foreign, state, and private) on a sample of 206 firms listed in BEI between 1999-2006 period resulting 795 firm-year observations. ANCOVA model and multiple comparisons are used to test the hypothesis that private-owned firms have better financial performance than state-owned firms and foreign-owned firms have better financial performance than private-owned firms. Contrary with the hypothesis, the result shows that state-owned firms have a better financial performance than private-owned firms. The result also shows that foreign-owned firms have better financial performance than private-owned firms which support the hypothesis. There are some implications of these results. First, different type of ownership give different effect to firm's financial performance. Second, government can consider foreign ownership in its privatization policy.

Keywords: Type of Ownership, Privatization, Financial Performance, Profitability .

PENDAHULUAN

Penelitian Morck *et al.*, (1986) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh pada kinerja perusahaan. Penelitian yang terkait dengan struktur kepemilikan dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan masih sangat menarik untuk dilihat lebih mendalam mengingat adanya suatu pendapat yang menyatakan bahwa kinerja suatu perusahaan akan dipengaruhi oleh siapa yang menjadi pemilik di belakang perusahaan tersebut (Hadad *et al.*, 2003).

Struktur kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi baik kepemilikan pemerintah, kepemilikan swasta ataupun kepemilikan asing dimungkinkan memberikan pengaruh yang berbeda terhadap kinerja perusahaan. Tipe kepemilikan yang berbeda akan memberikan kemampuan dan insentif yang berbeda untuk mengendalikan manajer

(Boubakri *et al.*, 2005a). Penelitian terdahulu mengenai pengaruh berbagai tipe kepemilikan terhadap kinerja masih sangat terbatas. Hanousek *et al.* (2007) menganalisis pengaruh tipe dan konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja menggunakan populasi yang besar dari perusahaan-perusahaan di Republik Ceko setelah masa privatisasi besar-besaran. Hadad *et al.* (2003) menguji pengaruh kepemilikan berdasarkan badan hukum/perorangan, *listed/unlisted*, swasta/pemerintah, jumlah pemegang saham, dan bank campuran swasta/domestik terhadap kinerja dan pelanggaran pada perbankan di Indonesia. Ngoc dan Ramstetter (2004) membandingkan kinerja ekonomi perusahaan multinasional (MNC) asing dan perusahaan lokal (*government* dan *non-government*) di Vietnam.

Menurut Patriadi (2003), Indonesia sebagai salah satu negara berkembang mempunyai fakta bahwa hampir seluruh perusahaan yang dimiliki dan dikelola negara atau BUMN tidak memberikan kinerja finansial yang baik, pengembangan pasar yang memadai dan secara keseluruhan tidak mampu menjadi akselerator pertumbuhan ekonomi. Karenanya muncul solusi yaitu kebijakan privatisasi BUMN untuk meningkatkan efisiensi. Privatisasi diharapkan dapat meningkatkan *good corporate governance* (Meitisari, 2007; Ariyoto *et al.*, 2000; Sunarsip, 2007), masuknya sumber keuangan baru ke perusahaan, dan pengembangan pasar (Meitisari, 2007). Masalah *corporate governance* timbul karena terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan (Husnan, 2001). Menurut Boubakri *et al.* (2005a), masalah ini sering digunakan untuk menjelaskan rendahnya kinerja perusahaan pemerintah termasuk masalah pemisahan publik (pemilik atau pembayar pajak) dan birokrat (pelaku politik). Para birokrat khususnya pada perusahaan pemerintah, memiliki fokus utama yaitu mencapai tujuan politik mereka yang seringkali berbeda dengan tujuan memaksimalkan profit (Shleifer dan Vishny, 1997).

Indonesia sampai dengan tahun 2008 masih mempertimbangkan privatisasi BUMN sebagai strategi peningkatan kinerja BUMN. Setelah pemerintah merealisasikan privatisasi 3 dari 14 BUMN pada tahun 2007 yang lalu, pemerintah merencanakan target privatisasi 28 BUMN pada tahun 2008 (Meitisari, 2007). Hampir seluruh program privatisasi yang telah dilakukan masih menyisakan hak kontrol mayoritas pada pemerintah. Tingkat kepemilikan pemerintah masih di atas 51%, kecuali pada Indosat yang melepas lebih dari 85% kepemilikan pemerintah. Rencana pemerintah untuk melakukan privatisasi BUMN kembali di tahun 2008 mengindikasikan kinerja BUMN saat ini masih belum memuaskan. Menurut Shleifer dan Vishny (1997), privatisasi memberikan penekanan pada profit dan efisiensi. Penelitian Boubakri dan Cosset (1998), D'Souza dan Megginson (1999), Boubakri *et al.* (2005b), dan Loc, Lanjouw, dan Lensink (2004) dalam Irwanto (2006) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan meningkat setelah privatisasi. Shleifer dan Vishny (1997) menunjukkan bukti empiris bahwa BUMN kurang efisien dibandingkan swasta. Frydman *et al.* (1997) menemukan bahwa kepemilikan swasta secara dramatis memperbaiki kinerja dan *revenue* perusahaan di *Czech Republic*, Hungaria dan Polandia. Perusahaan pemerintah tidak dikendalikan oleh publik namun

oleh para birokrat yang memiliki tujuan yang didasarkan oleh kepentingan politis dan bukan untuk kesejahteraan masyarakat (Marciano, 2008).

Fries dan Taci (2005) menunjukkan bahwa privatisasi bank dengan kepemilikan asing yang mayoritas adalah kepemilikan yang paling efisien. Hal ini dapat diartikan bahwa kepemilikan asing yang dominan akan memberikan kinerja yang lebih baik dibandingkan kepemilikan swasta/domestik. Berdasarkan penelitian Purwoko (2002), dapat disimpulkan bahwa keberadaan investor asing lebih mampu meningkatkan kinerja BUMN, menerapkan prinsip-prinsip *good governance* dalam pengelolaan BUMN, meningkatkan akses ke pasar internasional, membuat perubahan budaya kerja, dan memberikan kontribusi menutup defisit APBN dibandingkan investor swasta. Berdasarkan penelitian Husnan (2001), perusahaan multinasional mempunyai *monitoring* dan kontrol yang lebih baik terhadap manajemen dan juga lebih transparan dibandingkan perusahaan yang bukan multinasional sehingga diharapkan perilaku manajemen akan lebih sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Penelitian Ngoc dan Ramstetter (2004) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan multinasional asing lebih baik dibandingkan swasta dan pemerintah karena memiliki modal, produktivitas tenaga kerja, tingkat upah, investasi, dan perdagangan yang lebih besar. Marciano (2008) dalam risetnya menyatakan bahwa bank asing memiliki teknologi informasi yang modern dan *human capital* yang baik; melayani pelanggan dengan biaya yang efisien; memiliki kualitas, harga dan keberagaman produk; mengukur dan mengelola risiko serta sistem pengawasan yang baik; efisiensi yang lebih baik dan akhirnya kinerja asing lebih baik dibandingkan dengan kinerja bank yang dimiliki oleh domestik.

Penggunaan kinerja akuntansi dalam penelitian ini mengacu pada penelitian Loc, Lanjouw, dan Lensink (2004) dalam Irwanto (2006). Loc, Lanjouw, dan Lensink (2004) dalam Irwanto (2006) menyatakan bahwa profitabilitas adalah indikator pengukuran kinerja yang paling penting. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan *Return On Equity*, yang mewakili profitabilitas perusahaan. Dominasi kepemilikan pemerintah pada BUMN yang *go public* dan kebijakan privatisasi yang masih dilakukan pada tahun 2008, menjadi salah satu alasan mengapa penelitian ini dilakukan. Dengan kepemilikan perusahaan yang cukup beragam jenisnya baik itu pemerintah, swasta maupun asing, sangat penting untuk melihat lebih jauh apakah terdapat perbedaan kinerja untuk perusahaan yang dimiliki oleh tipe pemegang saham yang berbeda.

RERANGKA TEORETIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Hubungan keagenan adalah kontrak dalam hal ini satu pihak, disebut prinsipal, menyewa pihak lain, yang disebut agen, untuk menjalankan pengelolaan perusahaan atas nama prinsipal. Pemisahan antara kepemilikan dan kontrol menyebabkan adanya perbedaan

kepentingan antara pemegang saham (prinsipal) dan manajemen (agen). Pemegang saham mempunyai tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmurannya akan bertambah. Pemisahan antara fungsi kepemilikan dan kontrol memungkinkan manajemen dapat bertindak *opportunis* yang mengorbankan kepentingan pemegang saham. Hal tersebut dimungkinkan karena manajemen memegang fungsi pengambil keputusan dan menguasai informasi.

Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk bertindak *perquisites* dan perilaku yang oportunistik, misalnya bentuk fasilitas tunjangan eksekutif seperti fasilitas pribadi yang mewah yang ditanggung perusahaan. Hal inilah yang kemudian memicu timbulnya masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan tersebut terjadi karena *asymmetric information* antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki pihak lain. *Moral hazard* juga dapat terjadi sebagai akibat dari munculnya masalah keagenan yang dipicu oleh dua hal yaitu perbedaan tujuan atau kepentingan antara *principal* dan agen, dan aktivitas yang dilakukan agen sulit untuk diidentifikasi dan diverifikasi oleh *principal*. *Moral hazard* menghambat efisiensi operasi perusahaan dan pada akhirnya akan menghambat efisiensi ekonomi secara keseluruhan. Perusahaan-perusahaan pemerintah memiliki kecenderungan yang lebih besar untuk terjadinya *perquisites* dan *moral hazard* dibandingkan dengan kepemilikan oleh non pemerintah (Marciano, 2008).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) masalah keagenan dan *agency cost equity* dapat dikurangi dengan menambah *managerial ownership* dalam perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajer akan membuat manajer merasakan dan menanggung konsekuensi kemakmuran atas tindakannya, sehingga manajer tidak bertindak *opportunistic* dan *perquisites* lagi. Kepemilikan saham oleh manajer merupakan insentif bagi manajer untuk dapat meningkatkan kinerja perusahaan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer tidak akan menyelewengkan dana yang ditanamkan investor ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan, dan juga terkait dengan bagaimana investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997). Mekanisme *corporate governance* tidak terlepas dari usaha untuk meminimalkan konflik keagenan yang terjadi antara prinsipal dan agen.

Struktur Kepemilikan

Perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia mempunyai komposisi struktur kepemilikan yang agak berbeda bila dibandingkan dengan perusahaan yang ada di Eropa atau Amerika. Di beberapa pasar modal Eropa dan Amerika, pemisahan kepemilikan dan pengawasan sudah dilakukan oleh suatu badan independen yang memiliki kekuasaan sangat kuat. Struktur kepemilikannya pun bersifat menyebar (*dispersed ownership*) sehingga konflik keagenan bisa terjadi antara manajer dan pemegang saham (*owners*). Masalah ini nampaknya paling sering dijumpai di perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar di NYSE (Husnan, 2001). Berbeda halnya dengan di Indonesia,

kebanyakan perusahaan emiten di Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis seperti Perseroan Terbatas yang terkadang merupakan representasi dari pendiri perusahaan. Karakteristik struktur kepemilikan di Indonesia lebih terkonsentrasi (*closely held*) sehingga si pendiri juga dapat duduk sebagai dewan direksi atau komisaris. Oleh karena itu tidaklah mengherankan jika banyak anggota keluarga yang memiliki proporsi kepemilikan saham sangat besar dan menduduki posisi kunci dalam perusahaan. Dapat dikatakan bahwa pada umumnya perusahaan di Indonesia bersifat *owner-controlled firms* sehingga dalam keadaan yang demikian konflik keagenan yang terjadi bukanlah antara manajer dan pemegang saham melainkan antara pemegang saham mayoritas (*controlling shareholders*) dan pemegang saham minoritas. Karakteristik ini banyak dijumpai untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek di Indonesia dan di Korea, (Husnan, 2001).

Struktur kepemilikan merefleksikan keputusan yang diambil oleh pemegang saham saat ini dan pihak-pihak yang potensial untuk menjadi pemegang saham. Pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham mayor memiliki insentif untuk mengawasi dan memonitor jalannya perusahaan. Biaya untuk melakukan pengawasan lebih kecil dibandingkan manfaat yang didapatkan berupa peningkatan kinerja/nilai perusahaan akibat perusahaan dijalankan dengan benar. Pemegang saham mayor juga memiliki kekuatan yang dapat menekan manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini berbeda pada struktur kepemilikan tersebar, dimana muncul masalah "*free rider*". Pada struktur kepemilikan tersebar, biaya untuk melakukan pengawasan lebih besar dari manfaat yang didapat. Klaim residu yang kecil menyebabkan pemegang saham pada struktur kepemilikan tersebar enggan melakukan upaya monitor. Hal ini dapat menyebabkan mekanisme pengawasan tidak berjalan dan masalah *free rider* muncul.

Dhawadkar *et al.* (2000) mengelompokkan pola konsentrasi kepemilikan ke dalam dua bentuk yaitu *dominant* (kepemilikan ekuitas yang mayoritas) dan *distributed ownership* (keberadaan *multiple nonmajority owners*). Peneliti-peneliti menemukan bahwa tingginya tingkat konsentrasi kepemilikan dapat menyebabkan pengawasan yang efektif (Berle dan Means, 1932; Hill dan Snell, 1989). Konsentrasi kepemilikan yang semakin tinggi terkait dengan rendahnya biaya koordinasi, karena konsentrasi kepemilikan menunjukkan bahwa terdapat sedikit *owners* yang berkoordinasi dan terdapat *voting power* yang signifikan yang dapat membatasi kebijaksanaan manajerial (Boeker, 1992; Hill dan Snell, 1989). Tingginya konsentrasi kepemilikan dapat mengurangi asimetri informasi antara *principal* dan agen, untuk pemilik terkonsentrasi dapat meminta informasi dari manajemen (Hill dan Snell, 1989). Boubakri *et al.* (2005a) melihat peran struktur kepemilikan dan proteksi investor dalam *corporate governance* sebelum privatisasi dengan menggunakan sampel 209 perusahaan yang diprivatisasi dari 39 negara pada periode 1980 - 2001. Boubakri *et al.* (2005a) menemukan adanya pengaruh positif dari konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan khususnya di negara yang memiliki proteksi yang lemah terhadap

investor. Boubakri *et al.* (2005a) juga menjelaskan bahwa kepemilikan terkonsentrasi merupakan mekanisme internal yang efektif dari *corporate governance*.

Tipe-tipe Kepemilikan

Berdasarkan *review* literatur yang dilakukan oleh Dharwadkar (2000), terdapat enam tipe dasar kepemilikan yang terjadi secara independen atau berada dalam beberapa kombinasi yaitu: investor asing (seperti multinasional), investor institusi lokal (seperti bank), investor individual lokal (seperti masyarakat atau warga negara), manajer (seperti *top management*), karyawan (*non top management employees*), dan negara/pemerintah. Enam tipe kepemilikan tersebut dapat dikategorikan menjadi dua yaitu *outsiders* dan *insiders*. *Outsiders* terdiri dari asing, investor institusi lokal dan atau investor individual lokal, sedangkan *insiders* meliputi manajer, karyawan, dan atau negara.

Hanousek *et al.* (2007) tidak hanya fokus pada kategori kepemilikan yang luas tetapi juga menilai apakah perbedaan kepemilikan merefleksikan perbedaan aktivitas bisnis pemilik yang memberikan pemahaman lebih mengenai pengaruh kepemilikan terhadap kinerja. Berbagai tipe kepemilikan baik yang domestik maupun asing kemungkinan memiliki implikasi yang berbeda pada tujuan perusahaan, *constraint* dan *governance*. Menurut Hanousek *et al.* (2007), terdapat enam tipe pemilik domestik dan dua tipe pemilik asing. Enam tipe pemilik domestik tersebut meliputi negara, perusahaan industri (yaitu non-finansial), bank, *investment fund*, perusahaan individu dan portofolio. Sedangkan dua tipe pemilik asing meliputi perusahaan industri (non-finansial), dan seluruh pemilik asing lainnya. Hanousek *et al.* (2007) juga memperluas kategori tipe kepemilikan menjadi kelompok kepemilikan yaitu kepemilikan domestik, asing dan pemerintah. Kategori tipe kepemilikan dalam penelitian ini didasarkan pada penelitian Hanousek *et al.* (2003) dan Berger *et al.* (2005) yaitu kepemilikan pemerintah, domestik, dan asing.

Tipe Kepemilikan dan Kinerja

Joh (2003) menemukan bahwa perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang rendah menunjukkan profitabilitas yang rendah pula, dengan melakukan kontrol terhadap karakteristik perusahaan dan industri. Bukti empiris pada negara maju menunjukkan bahwa meskipun tingkat konsentrasi kepemilikan rendah namun dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan secara efektif (Barclay dan Holderness, 1991; Holderness dan Sheehan, 1988; Mikkelson dan Rubback, 1991). Jadi meskipun tingkat konsentrasi kepemilikan rendah namun tetap efektif dalam konteks *governance* yang kuat. Kenyataannya, menurut Dharwadkar (2000) konsentrasi kepemilikan dapat bekerja secara efektif hanya jika ada kepemilikan yang dominan (lebih besar dari 50%), terkait dengan mekanisme *voting*. Alasannya adalah pertama, ketika jumlah *shareholders* meningkat, tindakan kolektif menjadi mahal karena biaya koordinasi yang lebih tinggi (McDonald, 1993); kedua, ketersediaan informasi yang sedikit, tidak ada norma yang tersingkap, karena tidak adanya perantara untuk mendapatkan informasi yang

menyulitkan proses pengawasan *shareholders* yang minoritas (Khanna dan Palepu, 1999).

Berger *et al.* (2005) menganalisis pengaruh statis, seleksi dan dinamis dari kepemilikan swasta, asing dan pemerintah terhadap kinerja bank di Argentina tahun 1990-an, dengan memasukkan pengaruh indikator *corporate governance* yang relevan. Hasil penelitian Berger *et al.* (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan bank oleh pemerintah memiliki kinerja jangka panjang (efek statis) yang buruk, pada saat privatisasi masih memiliki kinerja yang buruk (efek seleksi), dan setelah privatisasi kinerja bank meningkat secara dramatis (efek dinamis). Hanousek *et al.* (2007) menganalisis pengaruh berbagai tipe kepemilikan yang berbeda dan konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan di Republik Ceko setelah masa privatisasi besar-besaran. Hasil penelitian Hanousek *et al.* (2007) menunjukkan bahwa pengaruh kinerja berbagai tipe kepemilikan dan konsentrasi kepemilikan masih sangat terbatas ketika dibandingkan dengan penelitian terdahulu. Argumennya adalah bahwa 4 tahun pertama setelah masa privatisasi (1996-1999), pengaruh kinerja berbagai tipe kepemilikan sangat terbatas dan tipe kepemilikan swasta tidak menghasilkan pengaruh yang berbeda dengan kepemilikan mayoritas atau *Single Largest Owner* (SLO) pemerintah. Hasil penelitian Hanousek *et al.* (2007) juga menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dari kepemilikan asing yang terdeteksi pada kepemilikan mayoritas asing dan perusahaan industri asing. Husnan (2001) meneliti perbandingan kinerja perusahaan dengan pemegang saham pengendali perusahaan multinasional dan bukan multinasional. Hasil penelitian Husnan (2001) menunjukkan bahwa perbandingan antara kelompok perusahaan dengan pemegang saham mayoritas perusahaan multinasional dan bukan multinasional menunjukkan adanya perbedaan dalam *corporate governance* (yang diproksi oleh keputusan pendanaan) dan kinerja perusahaan-perusahaan tersebut. Perusahaan bukan multinasional melakukan pendanaan dengan kurang memperhatikan prinsip-prinsip *governance* yang baik.

Hipotesis Penelitian

Hanousek *et al.* (2007) berargumen bahwa tiga kategori kepemilikan yaitu kepemilikan pemerintah, swasta dan asing dipercaya memiliki pengaruh yang berbeda terhadap kinerja. Ngoc dan Ramstetter (2004) menemukan perbedaan kinerja antara perusahaan multinasional asing dan *non-multinasional* (*government* dan *non-government*). Perbedaan kinerja tersebut dapat disebabkan adanya perbedaan *corporate governance*, efisiensi biaya, pengalaman, budaya kerja, dan lain sebagainya. Berdasarkan penjelasan tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Terdapat perbedaan kinerja finansial antara tipe kepemilikan pemerintah, swasta dan asing.

Hadad *et al.* (2003) berargumen bahwa kepemilikan bank yang semakin besar oleh pemerintah akan cenderung membuat bank mengalami perkembangan kinerja yang melambat. Hal ini terkait dengan *corporate governance* oleh pemerintah kurang baik

dibandingkan oleh swasta, kemungkinan terdapat pengendalian perusahaan yang kurang efektif oleh pemerintah dibandingkan swasta. Masalah *corporate governance* timbul karena terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan (Husnan, 2001). Menurut Boubakri *et al.* (2005a), masalah ini sering digunakan untuk menjelaskan rendahnya kinerja perusahaan pemerintah termasuk masalah pemisahan publik (pemilik atau pembayar pajak) dan birokrat (pelaku politik). Patriadi (2003) menyatakan bahwa BUMN tidak memberikan kinerja yang baik, pengembangan pasar kurang memadai, dan belum mampu menjadi akselerator pertumbuhan ekonomi. Bonin, Hasan, dan Wachtel (2005a) menyatakan bahwa kepemilikan bank oleh pemerintah kurang efisien dalam menyediakan pelayanan. Lebih lanjut, Bonin, Hasan dan Wachtel (2005b) menyatakan bahwa kepemilikan bank oleh pemerintah paling buruk dibandingkan kepemilikan lainnya. Fries dan Taci (2005) menunjukkan bahwa bank swasta lebih efisien dibandingkan bank yang dimiliki oleh pemerintah. Cull dan Xu (2005) menemukan bahwa kepemilikan swasta memiliki pengaruh positif terhadap tingkat penginvestasian kembali profit. Studi Dewenter dan Malatesta (1998) dalam Patriadi (2003) menunjukkan bukti empiris bahwa BUMN kurang efisien dibandingkan swasta. Frydman *et al.* (1997, 1998) dalam Patriadi (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan swasta secara dramatis memperbaiki kinerja dan *revenue* perusahaan di Republik Ceko, Hungaria dan Polandia. Earl dan Estrin (1997) dalam Patriadi (2003) menyatakan bahwa indikator basis ekonomi perusahaan swasta lebih unggul dibandingkan BUMN berdasarkan perbandingan kinerja ekonomi pada lebih dari 2000 BUMN dan perusahaan swasta Rusia. Pengalaman di banyak negara menunjukkan bahwa kepemilikan swasta seringkali beroperasi lebih efisien dibandingkan perusahaan negara dan merupakan pilihan terbaik (Sitompul, 2004 dan Nasution, 2007). Berdasarkan penjelasan di atas, maka pengaruh tipe kepemilikan berdasarkan kepemilikan oleh pemerintah dan swasta terhadap kinerja akan diuji pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Berdasarkan penjelasan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2a: Kinerja finansial perusahaan dengan tipe kepemilikan swasta (domestik) lebih baik dibandingkan kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah.

Bonin, Hasan, dan Wachtel (2005a dan 2005b) menunjukkan bahwa kepemilikan bank oleh asing paling efisien. Purwoko (2002) dalam artikelnya menyimpulkan bahwa privatisasi BUMN dengan metode *private placement* oleh investor luar negeri dengan penyertaan di atas 50% akan memberikan manfaat yang paling optimal. Fries dan Taci (2005) menunjukkan bahwa privatisasi bank dengan kepemilikan asing yang mayoritas adalah kepemilikan yang paling efisien. Perusahaan dengan tipe kepemilikan asing lebih mampu memonitor dan melakukan kontrol terhadap manajemen serta lebih transparan dibandingkan tipe kepemilikan swasta sehingga diharapkan perilaku manajemen sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Penelitian Husnan (2001) menunjukkan bukti bahwa perusahaan multinasional mempunyai *monitoring* dan kontrol yang lebih baik terhadap manajemen dan juga lebih transparan dibandingkan perusahaan yang bukan multinasional. Hal ini dapat diartikan bahwa kepemilikan asing yang dominan

memberikan kinerja yang lebih baik dibandingkan kepemilikan swasta. Penelitian Ngoc dan Ramstetter (2004) mengungkapkan bahwa secara umum perusahaan asing (MNC asing) memiliki produktivitas tenaga kerja, intensitas modal, tingkat upah, kecenderungan investasi, dan perdagangan yang lebih tinggi dibandingkan *non*-MNC. Berdasarkan penjelasan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2b: Kinerja finansial perusahaan dengan tipe kepemilikan asing lebih baik dibandingkan kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan swasta (domestik).

METODA PENELITIAN

Data Penelitian

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 1999 sampai tahun 2006. Sampel diambil dengan metoda *purposive sampling* dengan tipe *judgment sampling* dengan kriteria: Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Jakarta (sekarang Bursa Efek Indonesia), Perusahaan memiliki data kepemilikan saham di atas 50%, Status perusahaan diketahui dengan jelas yaitu perusahaan Penanaman Modal Asing, Penanaman Modal Dalam Negeri atau Badan Usaha Milik Negara, Perusahaan diketahui bukan merupakan perusahaan multinasional. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berupa ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) dan *annual report* perusahaan tahun 1999-2006 yang diperoleh dari BEI. Observasi akhir yang dapat digunakan adalah 795 observasi yang mencakup 206 perusahaan.

Definisi dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggunakan indikator kinerja finansial yang dinyatakan dalam bentuk *Return on Equity* (ROE). *Return on Equity* = Laba bersih/Modal Saham. Rasio ROE mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan modal tertentu (Hanafi, M.M., 2004). ROE merefleksikan seberapa banyak perusahaan telah memperoleh hasil atas dana yang telah diinvestasikan oleh pemegang saham. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dilihat dari sudut pandang pemegang saham. Berikut ini perhitungan Rasio ROE: *Return on Equity* = Laba bersih/Modal Saham.

Variabel independen yang digunakan adalah tipe kepemilikan, ukuran perusahaan, tahun, dan industri. Penelitian ini membedakan tipe kepemilikan menjadi 3 kelompok yaitu tipe kepemilikan pemerintah, kepemilikan swasta dan kepemilikan asing berdasarkan penelitian Hanousek *et al.* (2003) dan Berger *et al.* (2005). Penelitian ini menentukan mayoritas kepemilikan secara ekstrim yaitu lebih besar dari 50%. Menurut Dharwadkar (2000) konsentrasi kepemilikan dapat bekerja secara efektif hanya jika ada kepemilikan yang dominan (lebih besar dari 50%), terkait dengan mekanisme *voting*.

Semakin besar ukuran (aset) perusahaan maka semakin besar pula kesempatan perusahaan untuk mencapai kinerja yang diharapkan. Dengan demikian, semakin optimal

perusahaan mengelola asetnya maka semakin baik kinerja yang dihasilkan perusahaan. Proksi ukuran perusahaan yang digunakan Demsetz dan Villalonga (2001), Ramezani *et al.* (2002), dan Welch (2003) adalah nilai logaritma dari total aset.

Berdasarkan penelitian Ramezani *et al.* (2002), perubahan *dummy* tahun menunjukkan penyesuaian nilai sepanjang tahun, sehingga dapat diidentifikasi perbedaan pola penurunan/peningkatan kinerja dari tahun ke tahun. Berdasarkan argumen Ghozali (2006), pengaruh waktu (*time*) dapat dimasukkan dengan asumsi bahwa fungsi kinerja bergeser (*shift*) sepanjang waktu karena faktor seperti perubahan teknologi, peraturan pemerintah, kebijakan pajak, dan pengaruh eksternal seperti perang atau konflik lainnya.

Demsetz (1983) mengungkapkan bahwa kinerja perusahaan ditentukan oleh kendala-kendala lingkungan (*environmental constraints*). Konsentrasi kepemilikan tergantung pada tingkat ketidakpastian dalam lingkungan perusahaan. Penelitian ini tidak hanya menguji pengaruh beragam tipe kepemilikan perusahaan terhadap kinerja tetapi juga mempertimbangkan jenis-jenis industri sebagai variabel kontrol. Kinerja perusahaan dipengaruhi tingkat persaingan pada industri masing-masing yang berbeda satu sama lain (Hanousek *et al.*, 2007). Kepemilikan dan penggunaan sumber daya yang berbeda antara satu industri dengan industri lainnya menyebabkan kinerja yang berbeda pula. Menurut Demsetz dan Lehn (1985) variabel *dummy industry* digunakan untuk mengontrol kemungkinan *spurious correlation* antara struktur kepemilikan dan kinerja yang disebabkan *industry effect*. Variabel *Industri* digunakan untuk mengakomodasi adanya tingkat persaingan yang berbeda-beda antar industri serta karakteristik-karakteristik khusus tiap industri.

Metoda Analisis Data Penelitian:

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan model Ancova (*Analysis of Covariance*). Model persamaan yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: $Performance = \mu + TypeOwn + Firm Size + Year + Industry + \varepsilon$

Keterangan:

Performance = ukuran kinerja akuntansi perusahaan menggunakan proksi ROE.

μ = *intercept* regresi, yang mengukur *mean* dari ROE untuk seluruh variabel independen yang digunakan.

TypeOwn = tipe kepemilikan, dengan menggunakan kategori P = Pemerintah, berarti mayoritas kepemilikan pemerintah; S = Swasta, berarti mayoritas kepemilikan swasta; dan A = Asing, berarti mayoritas kepemilikan asing.

Firm Size = variabel kontrol untuk ukuran perusahaan, yang diproksikan dengan logaritma aset perusahaan.

Year = tahun, merupakan variabel kontrol untuk tahun yang menunjukkan pengaruh tahun terhadap kinerja perusahaan, dengan menggunakan

- kategori 1 = 1999, 2 = 2000, 3 = 2001, 4 = 2002, 5 = 2003, 6 = 2004, 7 = 2005, dan 8 = 2006.
- Industry* = industri, merupakan variabel kontrol untuk industri yang menunjukkan pengaruh industri terhadap kinerja perusahaan, dengan menggunakan kategori 1=*Agriculture, Forestry, & Fishing*; 2=*Animal Feed & Husbandry*; 3=*Mining & Mining Service*; 4=*Constructions*; 5=*Food & Beverages*; 6=*Tobacco Manufactures*; 7=*Textile mill products*; 8=*Apparel & Other Textile Product*; 9=*Lumber & Wood Products*; 10=*Paper & Allied Products*; 11=*Chemical & Allied Product*; 12=*Adhesive*; 13=*Plastic & Glass Products*; 14=*Cement*; 15=*Metal & Allied Product*; 16=*Fabricated Metal Products*; 17=*Cables*; 18=*Electronic & Office equipment*; 19=*Automotive & Allied Product*; 20=*Pharmaceuticals*; 21=*Consumer Goods*; 22=*Transportation Services*; 23=*Telecommunication*; 24=*Whole Sale & Retail Trade*; 25=*Banking*; 26=*Credit Agencies other than Banks*; 27=*Securities*; 28=*Insurance*; 29=*Real Estate & Property*; 30=*Hotel & Travel Services*; 31=*Machinery*; 32=*Others*.
- ε = error regresi.

Hipotesis pertama tidak ditolak jika nilai F signifikan secara statistik (probabilitas signifikansi $< \alpha$). Hipotesis kedua diuji dengan analisis *multiple comparison*. Hipotesis 2a tidak ditolak jika nilai *mean difference* untuk swasta-pemerintah bernilai positif dan signifikan, sedangkan hipotesis 2b tidak ditolak jika nilai *mean difference* untuk asing-swasta bernilai positif dan signifikan (probabilitas signifikansi $< \alpha$).

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pengujian asumsi klasik telah dilakukan dalam penelitian ini. Hasil uji normalitas berdasarkan nilai *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan bahwa residual berdistribusi normal. Adapun uji multikolinieritas menghasilkan nilai VIF yang mendekati 1 untuk setiap variabel, artinya variabel independen dalam model tidak saling berkorelasi. Berdasarkan hasil uji autokorelasi, koefisien parameter untuk lag residual logROE memberikan probabilitas signifikansi $> 1\%$, berarti tidak terdapat autokorelasi dalam penelitian ini. Uji autokorelasi ini menggunakan *Lagrange Multiplier test*. Selain itu, tidak terdapat kesamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain, artinya tidak terjadi heterokedastisitas.

Hasil pengujian hipotesis pertama dengan menggunakan logROE sebagai proksi kinerja finansial tampak pada tabel berikut ini:

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis *covariance*. Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian adalah sebagai berikut: $Performance = \mu + TypeOwn + Firm Size + Year + Industry + \varepsilon$

Tabel 1
Perbedaan Kinerja

Keterangan	LogROE
<i>TypeOwn</i>	10,03***
<i>Firm Size</i>	24,00***
<i>Year</i>	4,70***
<i>Industry</i>	3,80***

*** mengindikasikan signifikansi pada tingkat 1%.
LogROE digunakan dalam penelitian ini karena penggunaannya dalam model menghasilkan normalitas distribusi residual.

Terdapat perbedaan kinerja finansial antara tipe kepemilikan asing, swasta, maupun tipe kepemilikan pemerintah, yang berarti hipotesis pertama terdukung. Hal tersebut nampak dari nilai *F-test* sebesar 10,03 yang signifikan pada tingkat α sebesar 1%. Kinerja finansial perusahaan (LogROE) secara signifikan dipengaruhi oleh *firm size*. Tabel 1 juga menunjukkan adanya perbedaan kinerja finansial (LogROE) perusahaan antar tahun dan antar industri berdasarkan nilai *F-test* yang signifikan pada tingkat α sebesar 1%.

Pengujian hipotesis kedua dilakukan dengan membandingkan rata-rata kinerja masing-masing tipe kepemilikan menggunakan *multiple comparison*. Perbandingan tersebut tampak dalam tabel berikut 2 ini:

Tabel 2
Perbedaan Kinerja Berdasarkan Tipe Kepemilikan

Tipe Kepemilikan	LogROE	
	Mean difference	Standar error
Swasta- Pemerintah	-0,19	0,05***
Asing-Swasta	0,22	0,04***

*** mengindikasikan signifikansi pada tingkat 1%.

Hipotesis 2a yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan swasta lebih baik dibandingkan kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah tidak

terdukung. Sebaliknya, kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah lebih baik dibandingkan swasta, hal itu dapat dilihat dari nilai *mean difference* sebesar -0,19 dan signifikan pada tingkat α sebesar 1%. Sedangkan hipotesis 2b terdukung, hal tersebut nampak dari nilai *mean difference* asing-swasta yang positif dan signifikan pada tingkat α sebesar 1% baik.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan akan dipengaruhi oleh siapa yang menjadi pemilik di belakang perusahaan tersebut (Hadad *et al.*, 2003). Kebanyakan perusahaan emiten di Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis seperti Perseroan Terbatas yang terkadang merupakan representasi dari pendiri perusahaan (Husnan, 2001). Karakteristik struktur kepemilikan di Indonesia lebih terkonsentrasi (*closely held*) sehingga si pendiri juga dapat duduk sebagai dewan direksi atau komisaris. Husnan (2001) juga menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan di Indonesia bersifat *owner-controlled firms* sehingga dalam keadaan yang demikian konflik keagenan yang terjadi bukanlah antara manajer dan pemegang saham melainkan antara pemegang saham mayoritas (*controlling shareholders*) dan pemegang saham minoritas.

Serupa dengan hasil penelitian Ngoc dan Ramstetter (2004), penelitian ini menunjukkan adanya perbedaan kinerja antar berbagai tipe kepemilikan. Lebih spesifik lagi, bahwa kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan asing lebih baik dibandingkan swasta, sehingga hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan Bonin, Hasan, dan Wachtel (2005a dan 2005b), Purwoko (2002), Ngoc dan Ramstetter (2004), dan Fries dan Taci (2005). Kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan asing lebih baik karena memiliki modal, produktivitas tenaga kerja, tingkat upah, investasi, dan perdagangan yang lebih besar dibandingkan swasta (Ngoc dan Ramstetter, 2004). Perusahaan dengan tipe kepemilikan asing lebih mampu memonitor dan melakukan kontrol terhadap manajemen serta lebih transparan dibandingkan tipe kepemilikan swasta, sehingga diharapkan perilaku manajemen sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan (Husnan, 2001). Disamping itu, perusahaan tersebut memiliki teknologi informasi yang modern dan *human capital* yang baik; melayani pelanggan dengan biaya yang efisien; memiliki kualitas, harga dan keberagaman produk; mengukur dan mengelola risiko serta sistem pengawasan yang baik; efisiensi yang lebih baik dibandingkan swasta (Marciano 2008).

Temuan lain dalam penelitian ini adalah bahwa kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah justru lebih baik dibandingkan swasta. Hal ini bertentangan dengan hipotesis 2a. Terdapat kemungkinan bahwa perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah seringkali mendapatkan kemudahan misalnya dalam hal subsidi sehingga kinerja perusahaan tampak lebih baik dibandingkan swasta. Namun demikian, argumen ini masih perlu dibuktikan lebih lanjut.

SIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan kinerja finansial antar berbagai tipe kepemilikan. Selain itu, hipotesis yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan swasta lebih baik dibandingkan pemerintah tidak terdukung. Sebaliknya, perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan tipe kepemilikan swasta. Perusahaan dengan tipe kepemilikan asing memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan tipe kepemilikan swasta, hal ini mendukung hipotesis penelitian.

IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Penelitian ini memberikan kontribusi pengetahuan mengenai perbedaan kinerja finansial antar tipe kepemilikan. Hasil penelitian menunjukkan perusahaan dengan tipe kepemilikan asing dan pemerintah memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan swasta. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Fries dan Taci (2005), Ngoc dan Ramstetter (2004), Berger *et al.* (2006), dan Bonin *et al.* (2005a dan 2005b), yang menunjukkan bahwa tipe kepemilikan yang berbeda memberikan pengaruh yang berbeda pula terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan pernyataan yang dikemukakan Hadad *et al.* (2003) yaitu kinerja suatu perusahaan akan dipengaruhi oleh siapa yang menjadi pemilik di belakang perusahaan tersebut.

Penelitian ini menunjukkan bahwa tipe kepemilikan asing memiliki kinerja finansial yang lebih baik dibandingkan swasta. Berdasarkan analisa hasil penelitian, perusahaan dengan tipe kepemilikan asing lebih baik dibandingkan swasta karena memiliki pengalaman yang lebih dalam mengelola perusahaan. Penelitian Boubakri dan Cosset (1998), D'Souza dan Megginson (1999), Boubakri *et al.* (2005b), dan Loc, Lanjouw, dan Lensink (2004) dalam Irwanto (2006) menunjukkan bahwa kinerja perusahaan meningkat setelah privatisasi. Rencana pemerintah untuk melakukan privatisasi terhadap 13 perusahaan tersebut dapat dilakukan dengan mempertimbangkan perusahaan dengan tipe kepemilikan asing dalam kebijakan privatisasinya.

Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah lebih baik dibandingkan swasta dan hal ini bertentangan dengan hipotesis penelitian. Oleh karena itu, perbedaan kinerja antara perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah dan swasta perlu dikaji kembali dengan menggunakan sampel perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah yang lebih besar misalnya memperpanjang periode penelitian atau mempertimbangkan perusahaan-perusahaan yang tidak *go public*. Proksi kinerja yang digunakan masih terbatas pada kinerja akuntansi yaitu ROE saja, sehingga penelitian lanjutan dapat menggunakan proksi kinerja lainnya dengan mempertimbangkan perusahaan-perusahaan dalam berbagai jenis industri. Keterbatasan lainnya adalah belum

terdapat argumen yang tepat mengenai hasil penelitian yang menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah lebih baik dibandingkan swasta, sehingga masih perlu diteliti lebih lanjut mengenai argumen tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Ariyoto, Kresnohadi. 2000. Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya. *Jurnal Usahawan*. No. 10, th. XXIX, pp. 3-17.
- Barclay, M. J., dan Holderness, C. G. 1991. Negotiated block trades and corporate control. *Journal of Finance*. Vol. 46, pp 861-878.
- Berger, A.N., Clarke, G.R.G., Cull, R., Klapper, L., dan Udell, G.F. 2005. Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of The Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29, pp. 2179-2221.
- Berger, A.N., L.F. Klapper, M.S.M. Peria, and R. Zaidi, Juli 2006. Bank Ownership Type and Banking Relationship”. Available at http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/ events/conferences/2006-Public_Martinez-Peria.pdf. Retrieved on March 22, 2007.
- Boubakri, N., dan Cosset, J. 1998. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. *Journal of Finance*. Vol. 53, pp. 1081-1110.
- Boubakri, N., Cosset, J., dan Guedhami, O. 2005a. Postprivatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection. *Journal of Financial Economics*. Vol. 76, pp. 369-399.
- Boubakri, N., Cosset, J., Fischer, K., dan Guedhami, O. 2005b. Privatization and Bank Performance In Developing Countries. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29, pp. 2015-2041.
- Berle, A.A., dan Means, C.G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Commerce Clearing House.
- Boeker, W. 1992. Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at The Top. *Administrative Science Quaterly*. Vol.37, pp. 400-421.

- Bonin, J. P., Hasan, I. and Wachtel, P. 2005a. Bank performance, efficiency and ownership in transition countries. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29, pp. 31–53.
- _____. 2005b. Privatization matters: Bank efficiency in transition countries. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29, pp. 2155–2178.
- Cull, Robert, dan Xu, Lixin Colin. 2005. Institutions, ownership, and finance: the determinants of profit reinvestment among Chinese firms. *Journal of Financial Economics*. Vol. 77, pp. 117–146.
- Dharwadkar, Ravi. 2000. Privatization In emerging Economies: An Agency Theory Perspective. *Academy of Management Review*. Vol. 25, No. 3, pp. 650-669.
- Demsetz, H. 1983. The Structure of Ownership and The Theory of The Firm. *Journal of Law and Economics*. Vol. 26, pp. 375-390.
- Demsetz, H. dan Lehn, Kenneth. 1985 .The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*. Vol. 93, pp. 1155-1177.
- Demsetz, H. dan Villalonga, B. 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 7, pp. 209-233.
- D’Souza, J. dan Megginson W. 1999. The Financial and Operating Performance of Privatized Firms During The 1990s. *Journal of Finance*. Vol. 54, pp. 1397-1438.
- Fries, S. and Taci, A. 2005. Cost efficiency of banks in transition: Evidence from 289 banks in 15 post-Communist countries, *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29, pp. 55–81.
- Frydman, R., C. Gray, M. Hessel, and A. Rapaczynski, June 1997. “Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons From Transition Economies”. *Policy Research Working Paper Series*, 1830.
- Ghozali, H.I. 2006. *Analisis Multivariate Lanjutan dengan Program SPSS*. Edisi 1. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hadad, M.D., A. Sugiarto, W. Purwanti, M.J. Hermanto, dan B. Arianto, 2003. “Kajian Mengenai Struktur Kepemilikan Bank Di Indonesia (Study related to Ownership Structure of Bank in Indonesia)”. Available at <http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/0A5EA2D0-5D87-488E-A263-44988C6EE1A0/7825/>. Retrieved on March 22, 2007.

- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. BPFE. Yogyakarta.
- Hanousek, Jan, Kocenda, Evzen, dan Svejnar, Jan. 2007. Origin and Concentration. Corporate Ownership, Control and Performance in Firms After Privatization. *Economics of Transition*. Vol. 15, No. 1, pp. 1-31.
- Hill, C.W.L. dan Snell, S.A. 1989. Effects of Ownership Structure and Control On Corporate Productivity. *Academy of Management Journal*. Vol. 32, pp 25-46.
- Holderness, C. G., dan Sheehan, D. P. 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economic*. Vol. 20, pp. 317-346.
- Husnan, Suad. 2001. Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*. Vol. 1, No. 1, pp. 1-12.
- Irwanto, Ferry. 2006. *State Owned Enterprises Performance after Privatization: Evidence of Republic of Indonesia*. Tesis di University of Groningen Belanda. Dipublikasikan dalam bentuk artikel di Kompas tanggal 1 Februari 2006, pp. 33-34.
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Joh, S. W. 2003. Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*. Vol. 68, pp. 287–322.
- Marciano, Dedy. 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.
- McDonald, K. R. 1993. Why privatization is not enough. *Harvard Business Review*. Vol. 71, No. 3, pp. 49-59.
- Meitisari, P., 10 Desember 2007. Ke Mana Arah Privatisasi BUMN Tahun 2008? (Where are the privatizations of Government's Firm towards in 2008)”. Available at

<http://pusri.wordpress.com/2007/12/10/ke-mana-arrah-privatisasi-bumn-tahun-2008/>. Accessed December 10, 2007.

- Mikkelson, W. H., & Ruback, R. S. 1991. Targeted repurchases and common stock returns. *Rand Journal of Economics*. Vol. 22, pp. 544-561.
- Morck, R., Shleifer, A. dan Vishny, R. 1986. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, pp. 293-315.
- Ngoc, Phan Minh, dan Ramstetter, Eric D., 2004. Foreign Multinationals and Local Firms in Vietnam's Economic Transition. *Asian Economic Journal*. Vol. 18, No. 4, pp. 371-404.
- Patriadi, Pandu. 2003. Studi Banding Kebijakan Privatisasi BUMN di Beberapa Negara. *Kajian Ekonomi dan Keuangan*. Vol. 7, No. 4, pp. 55-102.
- Purwoko.2002. Model Privatisasi BUMN yang Mendatangkan Manfaat Bagi Pemerintah dan Masyarakat Indonesia. *Kajian Ekonomi dan Keuangan*. Vol. 6, No. 1, pp. 1-21.
- Ramezani, Cyrus A., Soenen, Luc, dan Jung, Alan. 2002. Growth, Corporate Profitability, and Value Creation. *Financial Analyst Journal*. Vol. 58. No. 6, pp. 56-67
- Shleifer, A. dan Vishny, R.W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. Vol. LII, No. 2, pp. 737-783.
- Sunarsip. 30 Agustus 2007. Mencari Format Privatisasi BUMN Yang Tepat Bagi Indonesia. *Republika*. <http://www.iei.or.id/publicationfiles/>. Accessed December 10, 2007.
- Villalonga, Belen, dan Amit, Raphael. 2006. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value. *Journal of Financial Economics*. Vol. 80, pp. 385-417.
- Welch, E. 2003. The Relationship Between Ownership Structure and Corporate Performance in Listed Australian Companies. *Australian Journal of Management*. Vol.28, pp. 287-305.