

STRUKTUR KEPEMILIKAN SEBAGAI MEKANISME KONTROL *IDIOSYNCRATIC RISK* UNTUK MENINGKATKAN NILAI PERUSAHAAN

Monica

Suwandi Ng*

swnd_ng@yahoo.com

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Atma Jaya Makassar

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak struktur kepemilikan (kepemilikan asing, kepemilikan promotor, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik) terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh risiko istimewa. Populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2013-2017. Jumlah sampel adalah 182 perusahaan setiap tahun, yang dipilih dengan metode purposive sampling. Penelitian ini menggunakan data dokumenter, yaitu laporan tahunan dan laporan keuangan. Analisis jalur digunakan untuk menganalisis data dan mediasi hipotesis dianalisis dengan menggunakan uji Sobel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap risiko istimewa, sedangkan kepemilikan promotor memiliki dampak positif dan signifikan terhadap risiko istimewa. Risiko dan promotor idiosinkratik memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan asing memiliki dampak positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sementara kepemilikan manajerial dan kepemilikan publik memiliki dampak positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu, risiko idiosyncratic dapat mengurangi dampak struktur kepemilikan (kepemilikan asing, kepemilikan promotor, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik) terhadap nilai perusahaan. Implikasi dari penelitian ini adalah bahwa perusahaan dan investor dapat mempertimbangkan pentingnya risiko istimewa melalui diversifikasi struktur kepemilikan sebagai mekanisme untuk mencapai nilai perusahaan. Risiko istimewa diharapkan untuk membantu investor dalam membuat keputusan bisnis karena mencerminkan informasi spesifik perusahaan dan berfluktuasi sesuai dengan itu dan pergerakannya tidak tergantung pada pergerakan pasar.

Kata kunci: struktur kepemilikan, kepemilikan asing, kepemilikan promotor, kepemilikan manajerial, kepemilikan publik, risiko idiosyncratic, dan nilai perusahaan

ABSTRACT

This research aims to investigate the impact of ownership structure (foreign ownership, promoter ownership, managerial ownership, and public ownership) on firm value mediated by idiosyncratic risk. The population used is the whole companies listed in Indonesian Stock Exchange (BEI) on the period of 2013-2017. The number of samples is 182 companies each year, which was selected by purposive sampling method. This research uses documentary data, i.e. the annual report and financial statements. Path analysis used to analyze data and hypothesis mediation analysed by using Sobel test. The results show that foreign ownership, managerial ownership, and public ownership have a negative and significant impact on the idiosyncratic risk, while the promoter ownership has a positive and significant impact on the idiosyncratic risk. Idiosyncratic risk and promoter have a negative and significant impact on firm value, foreign ownership has a positive but insignificant impact on firm value, while managerial ownership and public ownership have a positive and significant impact on firm value. In addition, idiosyncratic risk can mediate the impact of ownership structure (foreign ownership, promoter ownership, managerial ownership, and public ownership) on firm value. The implication of this research is that companies and investors can consider the importance of idiosyncratic risk through diversification of ownership structure as a mechanism for achieving firm value. The idiosyncratic risk is expected to assist the investor in making business decisions as they reflect the company's specific information and fluctuate accordingly and the movement is independent of market movements.

Keywords : *ownership structure, foreign ownership, promoter ownership, managerial ownership, public ownership, idiosyncratic risk, and firm value*

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan didirikan untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar sahamnya sehingga mengindikasikan bahwa kemakmuran pemegang saham tinggi (Brigham and Houston,

2006). Kemakmuran pemegang saham yang tinggi dalam perusahaan akan menarik para investor baru untuk menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga nilai perusahaan cenderung akan meningkat.

Kondisi perekonomian yang tidak stabil dan sulit diprediksi sangat berpengaruh terhadap perkembangan dunia bisnis saat ini. Sebagai contoh mislanya, jika rupiah semakin melemah disertai melemahnya IHSG maka dapat dipastikan risiko investasi di Indonesia juga akan semakin tinggi. Risiko yang dimaksud dalam konteks ini adalah *idiosyncratic risk*, yaitu risiko yang mempengaruhi ekuilibrium dari harga aset/ nilai saham bilamana investor tak mampu melakukan diversifikasi dalam bentuk portofolio.

Risiko saham terdiri atas dua komponen, yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko non sistematis (*unsystematic risk*) atau biasa disebut *idiosyncratic risk*. Risiko sistematis atau risiko pasar pada umumnya bersifat umum dan sulit dihindari seperti peningkatan suku bunga dan kenaikan inflasi. Risiko non sistematis atau *idiosyncratic risk* sering juga disebut risiko spesifik atau risiko perusahaan. *Idiosyncratic risk* dapat dikelola dengan menggunakan strategi portofolio atau diversifikasi seperti reksadana. Levy dan Kroll (1978) menjelaskan bahwa secara teoretis *idiosyncratic risk* (risiko unik/tidak sistematis yang hanya ada pada perusahaan) memengaruhi ekuilibrium dari harga aset/nilai saham bilamana investor tidak mampu melakukan diversifikasi portofolio. Pada saat kepemilikan saham yang beredar cenderung meningkat, maka *idiosyncratic risk* akan berkurang dan investor dapat melakukan diversifikasi melalui struktur kepemilikan.

Kepemilikan asing akan mendukung keterlibatan pihak asing pada struktur organisasi perusahaan untuk turut mengelola aktivitas operasional yang lebih baik. Keterlibatan investor asing dalam perusahaan membuat proses produksi, operasional, pelaporan keuangan, dan juga sistem manajemen perusahaan lebih baik karena didukungnya teknologi dan keahlian yang dibawa oleh investor asing. Dengan meningkatnya proporsi kepemilikan saham oleh investor asing menyebabkan *idiosyncratic risk* berkurang karena perusahaan mendapat dukungan modal, aktivitas operasional, dan manajemen.

Kebijakan yang dikeluarkan pemerintah bagi investor asing tidak mengurangi

keterlibatan investor dalam negeri, khususnya kepemilikan keluarga. Umumnya, perusahaan di Indonesia didirikan oleh keluarga, dijalankan oleh manajemen yang merangkap sebagai pemilik mayoritas dan masih mempunyai hubungan keluarga sehingga struktur kepemilikan promotor kebanyakan didominasi oleh keluarga. Posisi dan kontrol *promoter ownership* memiliki kekuatan yang cukup besar dan memiliki pengaruh signifikan terhadap dewan direksi dan manajemen perusahaan dalam keputusan strategis utama.

Komitmen dan kepedulian yang lebih tinggi dimiliki oleh promotor terhadap reputasi perusahaannya karena adanya keinginan mempertahankan perusahaan untuk diwariskan ke generasi berikutnya (Athanassiou et al., 2002). Dengan demikian, kehadiran *promoter ownership* akan menurunkan *idiosyncratic risk* yang disebabkan oleh tingginya pengalaman untuk mengendalikan dan mengelola perusahaan yang telah didirikan sejak awal.

Manajer yang mempunyai saham perusahaan akan memiliki kinerja tinggi karena manajer tersebut mempunyai *sense of belonging*. Dengan adanya kepemilikan manajerial maka manajer yang juga pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga.

Manajemen berperan mengelola aktivitas perusahaan, keterlibatan publik bertujuan mengawasi aktivitas perusahaan. Adanya kepemilikan publik menimbulkan pengaruh pihak luar sehingga mengubah pengelolaan perusahaan yang awalnya berjalan sesuai keinginan pemegang saham pengendali menjadi kepentingan seluruh *stakeholder* perusahaan (Puspitasari, 2009). Hal ini ditunjukkan dengan adanya manajemen risiko yang optimal dilakukan oleh manajemen.

Penelitian ini merupakan pengembangan penelitian yang dilakukan oleh Mishra dan Kapil (2017) dengan menambahkan *idiosyncratic risk* sebagai variabel mediasi. Pengembangan ini dilakukan dengan pertimbangan bahwa *idiosyncratic risk* menggambarkan risiko perusahaan yang lebih komprehensif baik dari segi internal maupun

eksternal perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap *idiosyncratic risk* serta dampaknya terhadap nilai perusahaan.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Stakeholder Theory

Freeman (1984) menyatakan bahwa *stakeholder management* penting dilakukan untuk menjaga dan mengatur hubungan *stakeholder* dengan cara manajer harus menyusun dan mengimplementasikan proses-proses yang memuaskan semua atau hanya kelompok yang berkepentingan dalam suatu organisasi.

Agency Theory

Conflict of interest dalam perspektif agensi terjadi akibat ketidakselarasan tujuan dimana manajemen (agen) tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan (prinsipal). Fama (1980) menyatakan terdapat kontrak efisien yaitu terdapat pendelegasian wewenang penuh dari prinsipal ke agen untuk mengambil keputusan dalam perusahaan. Hal ini dilakukan untuk mengurangi risiko yang ditanggung oleh pemilik.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan memberikan gambaran kepada investor mengenai kinerja manajemen di masa lalu dan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Tinggi rendahnya nilai perusahaan dapat dilihat melalui nominal harga saham yang diperjualbelikan di pasar (Ng dan Daromes, 2016; Kelvin, Daromes, dan Ng, 2017)

Idiosyncratic Risk

Idiosyncratic risk merupakan risiko yang lebih bersumber pada pengaruh-pengaruh yang mengakibatkan penyimpangan pada tingkat pengendalian yang mungkin dapat dikendalikan oleh perusahaan melalui diversifikasi sehingga risiko dapat terbagi dengan baik (Paramitasari, 2014). Risiko ini hanya memberikan pengaruh yang kuat pada satu atau beberapa kelompok perusahaan dalam satu industri sehingga juga disebut risiko spesifik. *Idiosyncratic risk* terdiri

dari *business risk/liquidity*, *financial risk/credit risk*, dan *operational risk*.

Kepemilikan Asing

Undang-undang No. 25 Tahun 2007 Pasal 1 Ayat 6 menyatakan penanam modal asing adalah perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan/atau pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah negara Republik Indonesia. Kepemilikan asing merupakan persentase jumlah saham dalam negeri yang dimiliki perorangan, badan hukum, pemerintah serta bagian berstatus luar negeri.

Promoter Ownership

Promoter secara umum merupakan seseorang atau sekelompok orang yang memiliki kontrol yang cukup berdasarkan hak kepemilikan dan pengelolaannya terhadap penggabungan dan pengorganisasian perusahaan (Mishra dan Kapil, 2017). Kepemilikan terkonsentrasi yang dimiliki oleh *promoter* memberi mereka hak suara utama maupun kontrol atas manajemen.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan keadaan manajer tersebut merangkap sebagai pemegang saham perusahaan. Kepemilikan manajerial akan berupaya lebih giat meningkatkan kinerja karena mereka ikut memiliki perusahaan (*sense of belonging*).

Kepemilikan Publik

Publik merupakan individu (bukan institusi yang signifikan) yang memiliki kepemilikan saham di bawah 5% yang berada di luar manajemen dan tidak memiliki hubungan istimewa dengan perusahaan. Kepemilikan perusahaan oleh *public* memiliki kekuatan mempengaruhi perusahaan melalui media massa berupa kritikan/ komentar yang dianggap sebagai suara masyarakat (Aziz, 2016).

Kerangka Pemikiran Teoretis

Teori agensi menjelaskan hubungan antara dua pihak yang memiliki perbedaan kepentingan terkait dengan pengelolaan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pemilik mungkin mengharapkan manajer tidak mengambil proyek yang memiliki risiko tinggi agar tidak

mengurangi kemungkinan keuntungan mereka. Sementara manajer ingin mengambil proyek berisiko tinggi, agar ketika berhasil mereka akan diberikan penghargaan yang setimpal. Perbedaan tujuan itulah yang menyebabkan terjadinya *conflict of interest* di antara pihak agen dan prinsipal.

Keterlibatan investor asing dalam perusahaan membuat proses produksi, operasional, pelaporan keuangan, dan juga sistem manajemen perusahaan lebih baik karena didukungnya teknologi dan keahlian yang dibawa investor asing. Kondisi ini menyebabkan *idiosyncratic risk* berkurang karena perusahaan mendapat dukungan modal, aktivitas operasional, dan manajemen.

Claessens *et al.*, (2000) menyatakan banyak perusahaan di negara Asia, termasuk Indonesia, didominasi oleh struktur kepemilikan terkonsentrasi yang memiliki hak pengendalian dan hak arus kas terkonsentrasi pada pihak-pihak tertentu seperti keluarga. *Promoter ownership* dalam perusahaan sebagai pemegang saham pengendali diyakini mampu mengelola risiko yang lebih baik karena promotor mampu memprofesionalkan manajemen dan tata kelola mereka ketika merasa mendapat tekanan pengawasan pasar dan saat harus bertanggungjawab kepada pemegang saham nonpengendali. Kehadiran *promoter ownership* akan mengurangi *idiosyncratic risk* yang disebabkan oleh tingginya pengalaman untuk mengendalikan dan mengelola perusahaan yang telah didirikan sejak awal.

Selain itu, beberapa perusahaan memberikan kesempatan bagi manajer untuk memiliki saham perusahaan (kepemilikan manajerial) dengan harapan bahwa para pengelola aktivitas perusahaan memiliki *sense of belonging* sehingga loyalitas, dedikasi, dan produktivitasnya meningkat dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Dalam

menjalankan aktivitas operasi perusahaan melalui kebijakan yang dibuat oleh pemegang saham pengendali, manajer menghadapi *idiosyncratic risk (operational risk)* sehingga apapun yang terjadi pada bisnis itu sangat penting bagi para manajer.

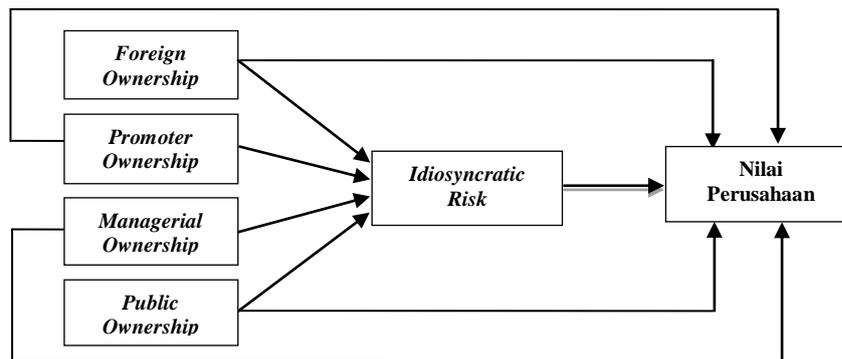
Risiko operasional yang tercermin dari hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan harus menanggung beban bunga yang besar sehingga berdampak pada risiko kebangkrutan (*idiosyncratic risk*). Dengan demikian, manajer akan cenderung berhati-hati dalam melakukan pengelolaan operasional perusahaan sehingga dapat mengurangi risiko *idiosyncratic*.

Keterlibatan publik dalam perusahaan juga berperan dalam mengawasi aktivitas perusahaan. Kepemilikan publik dalam perusahaan mencerminkan bahwa perusahaan mampu mendiversifikasi sahamnya sehingga dapat mengurangi *idiosyncratic risk*.

Teori *stakeholder* mengatakan bahwa apapun tujuan utama dari perusahaan atau apapun bentuk bisnisnya, manajer dan para *entrepreneur* harus menghargai dan mengakui berbagai pihak maupun individu yang bisa mempengaruhi perusahaan (Freeman, 1984).

Idiosyncratic risk dapat dikelola dengan menggunakan strategi portofolio atau diversifikasi seperti reksadana. Perusahaan yang melakukan strategi portofolio dengan melibatkan pihak luar secara langsung mengubah pengelolaan perusahaan yang awalnya berjalan sesuai keinginan pemegang saham pengendali (*controlling interest*) menjadi kepentingan seluruh *stakeholder* perusahaan (Puspitasari, 2009). Diversifikasi saham portofolio dalam rangka mengurangi risiko idiosinkratik pada akhirnya akan berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan. Kerangka pemikiran teoretis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 1, Kerangka Pemikiran



Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran yang telah dibuat sebelumnya, maka selanjutnya dapat dikembangkan hipotesis mengenai pola hubungan antara variabel dalam penelitian ini :

Hubungan *Foreign Ownership* dan *Idiosyncratic Risk*

Boubakri *et al* (2012) menyatakan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap risiko perusahaan. Chen *et al* (2017) menemukan kepemilikan asing dapat mempengaruhi stabilitas keuangan karena lemahnya informasi investor asing dan masalah keagenan yang timbul dalam perusahaan. Namun, penelitian Lee *et al.* (2016) dan Attia (2015) menyatakan kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap risiko perusahaan.

Peran terpenting pemilik adalah memonitor dan mengontrol pekerjaan dan pengambilan keputusan ekonomi manajer. Peningkatan proporsi kepemilikan saham asing menyebabkan *idiosyncratic risk* berkurang karena perusahaan mendapat dukungan berupa teknologi dan keahlian investor asing. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: *Foreign ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *idiosyncratic risk*
Promoter Ownership* dan *Idiosyncratic Risk

Geeta dan Prasanna (2016) menyatakan bahwa *promoter ownership* sebagai konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap risiko. Sedangkan Paligorova (2010) menyatakan bahwa *promoter ownership* berpengaruh negatif terhadap risiko. Meningkatnya *promoter ownership* yang didominasi oleh kepemilikan keluarga justru menghindari adanya risiko.

Dharwadkar *et al.* (2000) menyatakan bahwa *agency problem* yang terjadi pada perusahaan yang didominasi oleh *promoter ownership*, yaitu konflik antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali. *Promoter ownership* sebagai pemegang saham pengendali memiliki *excess control* yang menciptakan peluang terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham nonpengendali sehingga mengimplikasikan *entrenchment effect* (Claessens *et al.*, 2000). Pemegang saham pengendali juga dapat menimbulkan efek positif, yaitu *alignment effect*. Yeh (2005) menyatakan lebih besar konsentrasi hak alirannya di tangan pemegang saham pengendali lebih besar insentifnya memiliki perusahaan yang dijalankan secara benar. Kenaikan hak alirannya memotivasi pemegang saham pengendali tidak melakukan ekspropriasi.

Promoter ownership sebagai pemegang saham pengendali diyakini mampu mengelola risiko yang jauh lebih baik (Martinez *et al.*, 2007). Hal ini karena perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga mampu memprofesionalkan manajemen dan tata kelola ketika merasa mendapat tekanan pengawasan pasar dan saat harus bertanggung jawab kepada pemegang saham nonpengendali. Kehadiran *promoter ownership* akan mengurangi *idiosyncratic risk* yang disebabkan tingginya pengalaman untuk mengendalikan dan mengelola perusahaan yang telah didirikan. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Promoter ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *idiosyncratic risk*
Managerial Ownership* dan *Idiosyncratic Risk

Penelitian Nuringsih (2010) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial terhadap risiko. Penelitian ini menyatakan bahwa pada tingkat risiko tinggi membuat manajer berperilaku *risk aversion* sehingga mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham. Namun hasil penelitian Florackis *et al.* (2012) justru menemukan adanya pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dan risiko. Hal ini disebabkan dengan kepemilikan manajerial maka manajer dapat dikontrol agar mereka tidak mengambil kebijakan dengan risiko yang tinggi yang dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan.

Malkiel dan Fama (1970) dalam teori agensi menyatakan bahwa di dalam hubungan prinsipal dan agen perlu ada kontrak efisien yaitu prinsipal menyerahkan tanggung jawab secara penuh kepada agen dan agen bertugas mengkoordinasikan aktivitas dalam perusahaan dan memposisikannya secara tepat dalam lingkungan kompetitif sesuai dengan kesepakatan prinsipal. Kontrak yang efisien dapat diterapkan dengan memberikan kesempatan bagi manajer untuk memiliki saham perusahaan dengan harapan para pengelola memiliki *sense of belonging* sehingga loyalitas, dedikasi, dan produktivitasnya meningkat (Malkiel dan Fama, 1970).

Kepemilikan saham manajerial yang besar menciptakan insentif yang kuat untuk substitusi risiko, para manajer melewati proyek inovatif dengan risiko spesifik perusahaan yang tinggi yang mendukung proyek standar yang memiliki pasar agregat atau risiko industri yang lebih besar. Dengan demikian, manajer akan cenderung berhati-hati dalam melakukan pengelolaan operasional perusahaan sehingga dapat mengurangi risiko *idiosyncratic*. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Managerial ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *idiosyncratic risk*

Public Ownership dan Idiosyncratic Risk

Dharwadkar *et al.* (2000) dalam teori agensi menyatakan bahwa terjadi konflik antara dua prinsipal, yaitu controlling yang merupakan pihak yang mengelola perusahaan yang berperan sebagai pemegang saham dan prinsipal

noncontrolling. Konflik ini terjadi karena masing-masing prinsipal ingin melindungi kepentingannya sehingga mendorong mereka untuk mengawasi kinerja dari manajemen. Manajemen diasumsikan akan bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal mayoritas dan mereka diawasi untuk memastikan bahwa kinerja mereka akan menghasilkan keuntungan bagi prinsipal mayoritas.

Salah satu alternatif mengatasi permasalahan ini yaitu dengan meningkatkan proporsi kepemilikan saham minoritas oleh masyarakat (publik). Penyertaan saham publik mencerminkan adanya harapan dari masyarakat bahwa pihak manajemen perusahaan akan mengelola saham dengan sebaik-baiknya karena publik memiliki kekuatan untuk mempengaruhi perusahaan melalui media massa berupa kritikan atau komentar yang semuanya dianggap sebagai suara masyarakat (Aziz, 2016).

Peranan kepemilikan publik dalam perusahaan mampu mengendalikan perusahaan baik dari segi operasional maupun dari segi pendanaan sehingga dapat mengurangi risiko *idiosyncratic*. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄: Public ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *idiosyncratic risk*

Foreign Ownership dan Nilai Perusahaan

Penelitian Khasawneh dan Staytieh (2017), dan Choi *et al.* (2012) menemukan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Investor asing membuat manajemen yang lebih efisien melalui peningkatan tata kelola sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan memperbaiki reputasi perusahaan.

Hasnawati dan Sawir (2015) menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan publik di Indonesia karena investor asing menanamkan dananya hanya sementara di Indonesia, sehingga tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Teori stakeholder adalah teori yang menggambarkan kepada pihak mana saja perusahaan bertanggungjawab (Freeman, 1984). Perusahaan harus menjaga hubungan dengan stakeholder dengan mengakomodasi keinginan dan kebutuhan stakeholder-nya, terutama

stakeholder yang mempunyai power terhadap ketersediaan sumber daya yang digunakan untuk aktivitas operasional, misal tenaga kerja, pasar atas produk perusahaan dan lain-lain (Chariri dan Ghazali, 2007). Sistem manajemen dan teknologi dalam perusahaan yang dibawa oleh investor asing pada akhirnya akan meningkatkan kepuasan dari pelanggan, pemasok, dan masyarakat.

Pemegang saham asing juga seringkali menuntut tata kelola yang optimal pada perusahaan yang mereka investasikan dengan mendelegasikan wewenang pada manajer untuk melakukan tindakan yang menggambarkan kondisi kinerja perusahaan yang sebenarnya. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dirumuskan hipotesis:

H₅: Foreign ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Promoter Ownership dan Nilai Perusahaan

Penelitian mengenai *promoter ownership* terhadap nilai perusahaan telah dilakukan Kumar dan Singh (2013) menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan karena promotor dianggap mampu memainkan peran untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian Mishra & Kapil (2017) menunjukkan bahwa *promoter ownership* yang rendah berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan namun hubungan tersebut berubah menjadi positif ketika *promoter ownership* memperoleh kendali sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Teori *stakeholder* yang dikemukakan oleh Freeman (1984) menekankan bahwa kepentingan perusahaan bukan saja untuk pemegang saham, melainkan untuk semua *stakeholder*, yaitu pihak-pihak yang memengaruhi atau dipengaruhi oleh kegiatan-kegiatan yang dilakukan oleh perusahaan, sasaran-sasaran, dan keputusan-keputusan yang dibuat atau akan dibuat oleh perusahaan.

Perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi pada keluarga, biasanya terjadi transfer pengalaman dan pengetahuan dari generasi satu ke generasi penerusnya (Komalasari dan Nor, 2014). Apabila generasi penerus ini tumbuh dan sudah lama berada dalam perusahaan akan menciptakan hubungan

yang penuh rasa kepercayaan dengan karyawan dan berorientasi jangka panjang dengan para pemasok dan pihak eksternal lainnya dan dapat menciptakan kepercayaan dan loyalitas pekerja karena perusahaan yang baik akan membangun kode etik yang tidak hanya mementingkan kepentingan *shareholder* namun juga memerhatikan kesejahteraan *stakeholdernya*.

Promotor merupakan seseorang atau sekelompok orang yang terlibat dalam penggabungan dan pengorganisasian perusahaan. Promotor merupakan bagian penting perusahaan dalam konteks bisnis negara berkembang, karena sebagian besar perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi didominasi oleh keluarga (La Porta *et al.*, 1999). Dengan demikian, efek ini memberi banyak kontrol kepada promotor atas pengelolaan perusahaan.

Promotor berdasarkan posisi dan kontrol mereka memiliki kekuatan yang cukup besar dan memiliki pengaruh signifikan terhadap dewan direksi dan manajemen perusahaan dalam keputusan strategis utama. Dengan demikian, kehadiran pemegang saham promotor yang dominan dapat meningkatkan kemampuan pengendalian mereka dalam memenuhi kepentingan stakeholder dan oleh karena itu, kinerja perusahaan yang lebih tinggi. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₆: Promoter ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Managerial Ownership dan Nilai Perusahaan

Penelitian mengenai kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan telah dilakukan Suryani dan Redawati (2016). Hasil analisis data menunjukkan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Artinya, besar kecilnya proporsi kepemilikan manajerial tidak mampu menentukan nilai suatu perusahaan. Siapapun pemilik saham, nilai perusahaan tidak akan terpengaruh. Nilai perusahaan dicapai dari kinerja perusahaan yang ditunjukkan oleh hasil dari operasional perusahaan. Apriada (2013) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Rendahnya kepemilikan manajerial membuat manajerial kurang proaktif bekerja

mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan menurunkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan menurun.

Perusahaan yang baik akan membangun kode etik yang tidak hanya mementingkan kepentingan *shareholder* namun juga memperhatikan kesejahteraan *stakeholdernya* (Zsolnai, 2006). Peningkatan nilai perusahaan bisa dicapai apabila manajemen perusahaan mampu menjalin kerja sama yang baik dengan pihak lain (*shareholder* dan *stakeholder*) dalam membuat keputusan keuangan. Jika kondisi perusahaan dikategorikan menguntungkan atau menjanjikan keuntungan dimasa mendatang maka banyak investor yang akan menanamkan dananya untuk membeli saham perusahaan tersebut. Dengan demikian, harga saham akan naik dan nilai perusahaan juga semakin meningkat. Berdasarkan penjelasan, maka dirumuskan hipotesis berikut:

H₇: Managerial ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Public Ownership dan Nilai Perusahaan

Hasnawati dan Sawir (2015) menyatakan kepemilikan publik berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena kepemilikan saham menyebar sehingga kontrol pemegang saham mayoritas menjadi dominan dalam pengambilan keputusan dan berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan. Namun, Purba (2004) dan Henryani dan Kusumastuti (2013) menunjukkan apabila proporsi saham publik lebih besar dari 40% maka saham publik akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Walaupun kepemilikan publik bersifat nonpengendali secara individual, tetapi mereka memiliki kekuatan untuk mempengaruhi perusahaan melalui media massa berupa kritikan/komentar yang semuanya dianggap sebagai suara masyarakat (Aziz, 2016).

Kebijakan manajemen untuk meningkatkan proporsi saham publik akan memberikan dampak yang lebih besar bagi peningkatan nilai perusahaan. Dengan demikian, proporsi saham publik yang cukup besar akan memotivasi pihak manajemen untuk melakukan praktek tata kelola yang semakin transparan sebagai wujud akuntabilitas

manajemen terhadap publik sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan, maka dirumuskan hipotesis berikut:

H₈: Public ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Idiosyncratic Risk dan Nilai Perusahaan

Porter (1980) menemukan *idiosyncratic risk* dapat mempertahankan keunggulan kompetitif, seperti lewat diferensiasi produk maupun peningkatan skala ekonomis perusahaan. Ang *et al.* (2009) justru menemukan *idiosyncratic risk* berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan karena volatilitas dari *idiosyncratic* yang tinggi menghasilkan return lebih rendah di masa akan datang sehingga menurunkan nilai perusahaan.

Teori *stakeholder* mengatakan apapun tujuan utama dari perusahaan, manajer dan para *entrepreneur* harus menghargai dan mengakui berbagai pihak maupun individu yang bisa mempengaruhi perusahaan (Freeman, 1994). Efisiensi suatu perusahaan setidaknya harus diikuti oleh pengelolaan risiko yang baik sehingga selain bisa mendapatkan keuntungan yang maksimal, perusahaan juga dituntut untuk bisa mengendalikan risiko-risiko yang ada.

Salah satu cara perusahaan dalam memperhatikan *stakeholder* yaitu dengan cara mengelola risiko idiosinkratiknya secara optimal. *Idiosyncratic risk* dapat dikelola dengan menggunakan diversifikasi yang melibatkan pihak luar sehingga mengubah pengelolaan yang awalnya berjalan sesuai keinginan pemegang saham pengendali (*controlling interest*) menjadi kepentingan seluruh *stakeholder*. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₉: Idiosyncratic risk memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Nilai Perusahaan Struktur Kepemilikan, Idiosyncratic Risk, dan Nilai Perusahaan

Dharwadkar *et al.* (2000) menyatakan bahwa adanya perbedaan kepentingan antara prinsipal mayoritas dan prinsipal minoritas akan menimbulkan konflik. Untuk mengurangi konflik kepentingan maka perlu diversifikasi struktur kepemilikan yang dapat mempengaruhi

timbulnya *idiosyncratic risk* karena portofolio saham perusahaan terdiversifikasi dengan baik.

Adanya kepemilikan asing dapat mengurangi kesulitan sumber daya karena adanya tambahan modal yang dibawa dari masing-masing pemilik. Kepemilikan manajerial juga berperan dalam mengurangi *idiosyncratic risk* (*operational risk*) karena adanya pengendalian optimal oleh manajer yang merangkap sebagai pemegang saham untuk mengatasi masalah operasional perusahaan. *Promoter ownership* dapat mengurangi *idiosyncratic risk* karena perusahaan mampu memprofesionalkan manajemen dan tata kelola saat mendapat tekanan pasar dan saat harus bertanggung jawab pada pemegang saham nonpengendali.

Teori *stakeholder* menyatakan bahwa pihak-pihak yang memiliki pengaruh dan dipengaruhi oleh kegiatan perusahaan memiliki hak untuk mengetahui semua informasi yang ada di perusahaan. *Idiosyncratic risk* dapat dikelola dengan menggunakan strategi portofolio atau diversifikasi yang melibatkan pihak luar sehingga mengubah pengelolaan yang awalnya berjalan sesuai keinginan pemegang saham pengendali menjadi kepentingan seluruh *stakeholder* perusahaan.

Bentuk struktur kepemilikan yang berbeda-beda akan membuat *idiosyncratic risk* yang dihasilkan berbeda pula sehingga *idiosyncratic risk* dianggap memediasi hubungan struktur kepemilikan dan mencerminkan nilai perusahaan. Pengelolaan *idiosyncratic risk* secara optimal dinilai dapat membuat nilai perusahaan meningkat. Bentuk struktur kepemilikan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kepemilikan asing, *promoter ownership*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik. Berdasarkan penjelasan, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Idiosyncratic risk diukur dengan menggunakan model tiga faktor yang dikembangkan Fama dan French (2014), yaitu:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + b_i (R_{Mt} - R_{ft}) + s_i \text{SMB}_t + h_i \text{HML}_t + \varepsilon_{it}$$

H_{10a}: *Idiosyncratic risk* memediasi hubungan *foreign ownership* terhadap nilai Perusahaan

H_{10b}: *Idiosyncratic risk* memediasi hubungan *promoter ownership* terhadap nilai perusahaan

H_{10c}: *Idiosyncratic risk* memediasi hubungan *managerial ownership* terhadap nilai perusahaan

H_{10d}: *Idiosyncratic risk* memediasi hubungan *public ownership* terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2017. Kriteria dalam pemilihan sampel adalah perusahaan non keuangan yang menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit periode 2013-2017.

Variabel Penelitian

Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan *Tobin's Q* yang dimodifikasi oleh Gaio dan Raposo (2011) dalam bentuk *Simple Q* karena kesulitan mengestimasi *market value of debt and replacement costs*. Penggunaan alat ukur ini telah digunakan oleh beberapa penelitian sebelumnya antara lain Ng dan Daromes (2016); Kelvin, Daromes, dan Ng (2017). Rumus perhitungan *Tobin's Q* adalah:

$$Q_{it} = \frac{BVA_{i,t} + MVE_{i,t} - BVE_{i,t}}{BVA_{i,t}}$$

Keterangan

$Q_{i,t}$ = nilai dari *Tobin's Q* untuk perusahaan i pada tahun t

$BVA_{i,t}$ = nilai buku dari total aset untuk perusahaan i pada tahun t

$MVE_{i,t}$ = nilai pasar dari ekuitas untuk perusahaan i pada tahun t

$BVE_{i,t}$ = nilai buku dari ekuitas untuk perusahaan i pada tahun t

Keterangan:

R_{it} = Return saham i pada periode t

R_{ft} = Risk free return pada periode t

α_i = Konstanta

b_i, s_i, h_i = Koefisien regresi saham t

RM_t = Market return pada periode t

SMB_t = Return Small Minus Big, yaitu selisih return saham terdiversifikasi kecil dengan saham terdiversifikasi besar periode t
 HML_t = Return High Minus Low, yaitu selisih return saham terdiversifikasi yang mempunyai book to market ratio tinggi dengan book to market ratio rendah pada periode t
 ε_{it} = Error Term (zero-mean residual)

Kepemilikan asing merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh pihak asing terhadap jumlah saham beredar. Kepemilikan asing diukur menggunakan rumus dari penelitian Setiawan et al. (2015). Rumus tersebut adalah:
 Kepemilikan asing = $\frac{\text{jumlah saham pihak asing}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$

Promoter ownership yaitu seseorang atau sekelompok orang yang terlibat penggabungan dan pengorganisasian perusahaan. Promoter ownership diukur dengan menggunakan rumus penelitian Mishra dan Kapil (2017), yaitu:

$$\text{Promoter Ownership} = \frac{\text{jumlah saham pihak promoter}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

Kepemilikan manajerial merupakan situasi manajer perusahaan memiliki saham perusahaan. Kepemilikan manajerial diukur dengan rumus penelitian Arifin (2015), yaitu :

$$\text{Kepemilikan manajerial} = \frac{\text{jumlah saham pihak manajerial}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

Kepemilikan publik adalah proporsi saham yang dimiliki oleh masyarakat umum atau pihak luar. Kepemilikan publik diukur dengan menggunakan rumus: Raharja (2013)

$$\text{Kepemilikan publik} = \frac{\text{jumlah saham pihak publik}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

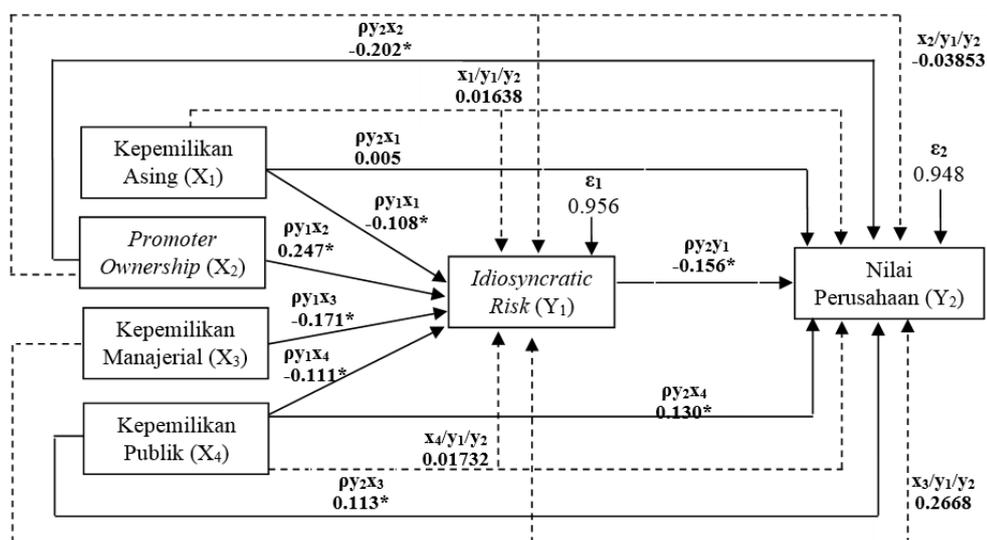
Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dengan menggunakan metode purposive sampling, terdapat 182 perusahaan atau 910 unit analisis yang memenuhi kriteria sampel selama periode tahun 2013 sampai 2017.

Analisis Jalur (Path Analysis)

Setelah uji kesesuaian model terpenuhi, peneliti selanjutnya melakukan pengujian terhadap hipotesis dengan menggunakan model regresi dalam analisis jalur untuk memprediksi hubungan antara variabel eksogen dan endogen. Berdasarkan hasil pengolahan data yang diperoleh untuk model penelitian ini, maka digambarkan model diagram jalur berikut:

Gambar 2



Hasil Model Analisis Jalur

Keterangan:

* = berpengaruh signifikan

$$\text{Error } (\epsilon) = \sqrt{(1 - R^2)}$$

$$\epsilon_1 = \sqrt{(1 - 0.086)} = 0.956$$

$$\epsilon_2 = \sqrt{(1 - 0.100)} = 0.948$$

Berikut adalah persamaan struktural berdasarkan model diagram jalur.

Persamaan Substruktur 1

$$Y_1 = \rho_{y_1x_1} + \rho_{y_1x_2} + \rho_{y_1x_3} + \rho_{y_1x_4} + \varepsilon_1$$

$$= -0.108 x_1 + 0.247 x_2 - 0.171 x_3 - 0.111 x_4 + 0.956$$

Persamaan Substruktur 2

$$Y_2 = \rho_{y_2x_1} + \rho_{y_2x_2} + \rho_{y_2x_3} + \rho_{y_2x_4} + \rho_{y_2y_1} + \varepsilon_2$$

$$= 0.005 x_1 - 0.202 x_2 + 0.113 x_3 + 0.130 x_4 - 0.156 y_1 + 0.948$$

Uji t (*T-test*)

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel 1 Hasil Uji t

Struktur Model	Standardized Beta	Sig.	Keterangan
Substruktur 1			
(Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap <i>Idiosyncratic Risk</i>)			
<i>Foreign Ownership</i> (X ₁)	-0.108	0.015	Signifikan
<i>Promoter Ownership</i> (X ₂)	0.247	0.000	Signifikan
<i>Managerial Ownership</i> (X ₃)	-0.171	0.000	Signifikan
<i>Public Ownership</i> (X ₄)	-0.111	0.011	Signifikan
Substruktur 2			
(Pengaruh Struktur Kepemilikan dan <i>Idiosyncratic Risk</i> terhadap Nilai Perusahaan)			
<i>Foreign Ownership</i> (X ₁)	0.005	0.909	Tidak Signifikan
<i>Promoter Ownership</i> (X ₂)	-0.202	0.000	Signifikan
<i>Managerial Ownership</i> (X ₃)	0.113	0.018	Signifikan
<i>Public Ownership</i> (X ₄)	0.130	0.003	Signifikan
<i>Idiosyncratic Risk</i> (Y ₁)	-0.156	0.001	Signifikan

Sumber: Data Olahan (2018)

Berikut adalah pembahasan hasil uji t:

1. Kepemilikan asing memiliki pengaruh sebesar -0.108 dan signifikansi 0.015, lebih kecil dari 0.05, artinya kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Dengan demikian, H₁ yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap *idiosyncratic risk*, diterima.
2. *Promoter ownership* memiliki pengaruh 0.247 dan signifikansi 0.000, artinya *promoter ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Dengan demikian, H₂ yang menyatakan *promoter ownership* berpengaruh signifikan terhadap *idiosyncratic risk*, diterima.
3. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh sebesar -0.171 dan signifikansi 0.000, artinya kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Dengan demikian, H₃ yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap *idiosyncratic risk*, diterima.
4. Kepemilikan publik memiliki pengaruh sebesar -0.111 dan signifikansi sebesar 0.011, artinya kepemilikan publik memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Dengan demikian, H₄ yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap *idiosyncratic risk*, diterima.
5. Kepemilikan asing memiliki pengaruh 0.005 dan signifikansi 0.909, artinya kepemilikan asing memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, H₅ yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, ditolak.
6. *Promoter ownership* memiliki pengaruh sebesar -0.202 dan signifikansi 0.000, artinya

promoter ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, H_6 yang menyatakan bahwa *promoter ownership* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, diterima.

7. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh sebesar 0.113 dan signifikansi 0.018, artinya kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Dengan demikian, H_7 yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, diterima.
8. Kepemilikan publik memiliki pengaruh sebesar 0.130 dan signifikansi sebesar 0.003, artinya kepemilikan publik memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai

perusahaan. Dengan demikian, H_8 yang menyatakan bahwa kepemilikan publik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, diterima.

9. *Idiosyncratic risk* memiliki pengaruh -0.156 dan signifikansi 0.001, artinya *idiosyncratic risk* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, H_9 yang menyatakan bahwa *idiosyncratic risk* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, diterima.

Uji Sobel (*Sobel Test*)

Uji sobel dilakukan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y) melalui variabel mediasi (M).

Tabel 2 Hasil Uji Sobel

Keterangan	Nilai Estimasi	Standard Error	p value of sobel test	Keterangan
$x_1 \rightarrow y_2$ via y_1	-0.134; -0.217	0.055; 0.063	0.047	Signifikan
$x_2 \rightarrow y_2$ via y_1	0.543; -0.217	0.105; 0.063	0.004	Signifikan
$x_3 \rightarrow y_2$ via y_1	-0.427; -0.217	0.118; 0.063	0.013	Signifikan
$x_4 \rightarrow y_2$ via y_1	-0.226; -0.217	0.089; 0.063	0.041	Signifikan

Sumber: Data Olahan (2018)

Pengaruh kepemilikan asing (X_1) terhadap nilai perusahaan (Y_2) melalui *idiosyncratic risk* (Y_1) memiliki nilai probabilitas signifikansi 0.047. Pengaruh *promoter ownership* (X_2) terhadap nilai perusahaan (Y_2) melalui *idiosyncratic risk* (Y_1) memiliki nilai probabilitas signifikansi 0.004. Pengaruh kepemilikan manajerial (X_3) terhadap nilai perusahaan (Y_2) melalui *idiosyncratic risk* (Y_1) memiliki nilai probabilitas signifikansi 0.01. Selanjutnya, Pengaruh kepemilikan publik (X_4) terhadap nilai perusahaan (Y_2) melalui *idiosyncratic risk* (Y_1) memiliki nilai probabilitas signifikansi 0.041. Keempat nilai probabilitas signifikansi variabel bebas terhadap variabel dependen melalui variabel mediasi lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian H_{10a} yang menyatakan *idiosyncratic risk* berperan dalam memediasi kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan, H_{10b} yang menyatakan *idiosyncratic risk* memiliki peran dalam memediasi *promoter ownership* terhadap nilai perusahaan, H_{10c} yang menyatakan bahwa *idiosyncratic risk* memiliki peran dalam memediasi kepemilikan manajerial

terhadap nilai perusahaan, dan H_{10d} yang menyatakan bahwa *idiosyncratic risk* memiliki peran dalam memediasi kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan, diterima.

Pembahasan Hasil Penelitian Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap *Idiosyncratic Risk*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lee *et al.* (2016) yang menemukan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh signifikan terhadap *idiosyncratic risk*.

Hubungan antara *foreign ownership* dan manajer dapat dibangun melalui pengendalian yang lebih baik (Fama, 1980). Adanya kesepakatan kontrak efisiensi antara *foreign ownership* (prinsipal) dan manajemen (agen) dalam bentuk pendelegasian wewenang penuh menuntut investor asing akan menerapkan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik dengan memonitor dan mengontrol pekerjaan

dan pengambilan keputusan ekonomi yang dilakukan manajer. Dengan demikian, peningkatan akuntabilitas akan menimbulkan hubungan yang selaras antara pihak pengendali dan non-pengendali sehingga dapat berdampak terhadap penurunan *idiosyncratic risk*.

Pada negara-negara berkembang, investor asing memiliki keunggulan komparatif dalam akses teknologi, dalam mengumpulkan, mengevaluasi, dan menganalisis informasi mengenai laporan keuangan dan kondisi perusahaan secara keseluruhan sehingga dapat mengurangi *idiosyncratic risk* perusahaan. Kepemilikan asing menjadikan pihak manajemen lebih meningkatkan mutu kinerjanya karena pihak asing memiliki standar yang tinggi sehingga semakin tinggi kepemilikan asing dalam perusahaan, mereka akan menunjukkan cara-cara yang dapat ditempuh berupa penerapan standar operasional yang lebih aman dan proses produksi yang ramah lingkungan untuk menanggulangi *idiosyncratic risk* yang dihadapi perusahaan.

Pengaruh Promoter Ownership terhadap Idiosyncratic Risk

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *promoter ownership* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Hasil penelitian ini sejalan dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nguyen (2011) dan Geeta dan Prasanna (2016).

Promoter ownership sebagai pemegang saham pengendali memiliki *excess control* yang dapat menciptakan peluang terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham nonpengendali sehingga mengimplikasikan *entrenchment effect* (Claessens et al., 2000). Hal karena pemegang saham pengendali memiliki kendali kuat menggunakan perusahaan dalam usaha memenuhi kepentingannya dibanding kepentingan seluruh pemegang saham.

Perusahaan yang sahamnya dikuasai oleh *promoter* memiliki manajemen yang merupakan anggota keluarga, kolega, dan kelompok cenderung mengambil manfaat pribadi dari perusahaan karena besarnya porsi kepemilikan sehingga semakin mudah untuk mengendalikan perusahaan. Ketika timbul risiko yang sangat tinggi dialami oleh perusahaan, maka *promoter* cenderung lebih menyelamatkan uang yang

diinvestasikannya daripada memperbaiki kinerja perusahaan. Hal ini didukung dengan belum adanya perlindungan hukum terhadap pemegang saham nonpengendali (Claessens et al., 2000).

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Idiosyncratic Risk

Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Penelitian ini sejalan dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nuringsih (2010) yang menyatakan meningkatnya kepemilikan manajerial akan memberi pengaruh yang signifikan bagi penurunan *idiosyncratic risk*.

Kontrak efisiensi diperlukan agar manajer bertindak demi kepentingan terbaik bagi prinsipal dan manajer bertugas mengkoordinasikan dan memosisikannya secara tepat dalam lingkungan kompetitif karena adanya kepercayaan prinsipal kepada agen dalam bentuk pendelegasian wewenang penuh. Manajer menggunakan *human capital* yang dimiliki dalam rangka mendukung kinerjanya sebagai upaya untuk meminimalkan risiko bisnis perusahaan yang bisa berdampak pada risiko kebangkrutan (*idiosyncratic risk*).

Sukirni (2012) menyatakan manajer memegang peranan penting karena manajer melakukan perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, pengawasan, serta pengambilan keputusan bisnis. Beberapa perusahaan memberikan kesempatan bagi manajer untuk memiliki saham perusahaan (*managerial ownership*) dengan harapan bahwa pengelola aktivitas perusahaan memiliki *sense of belonging* sehingga loyalitas, dedikasi, dan produktivitasnya meningkat. Peningkatan kepemilikan manajer berpengaruh pada stabilitas atau peningkatan harga saham sehingga standar deviasi harga saham relatif rendah atau menunjukkan risiko yang rendah.

Pengaruh Kepemilikan Publik terhadap Idiosyncratic Risk

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan publik memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Peranan kepemilikan publik mampu mengendalikan perusahaan dalam hal risiko

keuangan karena perusahaan memperoleh reputasi keuangan berupa tidak termasuk dalam daftar perusahaan yang *diblacklist* oleh bank serta perusahaan juga mendapatkan tambahan modal dari publik sehingga mengurangi pinjaman perusahaan. Hal ini juga mencerminkan portofolio saham perusahaan terdiversifikasi dengan baik sehingga mampu mengurangi *idiosyncratic risk*.

Pemegang saham pengendali dan nonpengendali masing-masing ingin melindungi kepentingannya sendiri akan mendorong mereka mengawasi kinerja dari manajemen. Salah satu alternatif mengatasi permasalahan ini yaitu dengan meningkatkan proporsi kepemilikan saham publik sehingga mencerminkan adanya harapan dari masyarakat bahwa pihak manajemen akan mengelola saham dengan sebaik-baiknya karena publik memiliki kekuatan untuk memengaruhi perusahaan melalui media massa yang semuanya dianggap sebagai suara masyarakat (Aziz, 2016).

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian konsisten dengan penelitian Khasawneh dan Staytieh (2017) dan Choi *et al.* (2012) yang menyatakan risiko berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan asing dalam perusahaan merupakan pihak yang dianggap *concern* terhadap peningkatan *good corporate governance* yang akan memaksa perusahaan melakukan peningkatan dan perbaikan pengelolaan perusahaan. Pemegang saham asing seringkali menuntut tata kelola yang optimal pada perusahaan yang mereka investasikan dengan mendelegasikan wewenang pada manajer untuk melakukan tindakan yang menggambarkan kondisi kinerja perusahaan yang sebenarnya. Adanya keterlibatan investor asing cenderung akan membawa banyak perubahan dalam bentuk keterampilan, keahlian, maupun teknologi yang maju pada perusahaan sehingga menciptakan efisiensi dalam aktivitas operasional perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan kepuasan dari *stakeholder*.

Pengaruh Promoter Ownership terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *promoter ownership* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan tetapi tidak konsisten dengan penelitian Kumar dan Singh (2013) yang menemukan pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Komitmen dan kepedulian yang lebih tinggi dimiliki oleh *promoter* terhadap perusahaannya karena adanya keinginan mempertahankan perusahaan untuk diwariskan ke generasi berikutnya (Westhead dan Howorth, 2006) sehingga menggunakan *excess control* untuk memenuhi kepentingan mewariskan ke generasinya dibandingkan kepentingan seluruh pemegang saham. Sebuah perusahaan berbasis keluarga (*promoter ownership*) dimana anggota keluarga secara strategis bisnisnya dihubungkan pada kualitas hubungan keluarga sehingga memunculkan perilaku oportunistik anggota keluarga yang dapat mengurangi efisiensi perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan pengaruh negatif *promoter ownership* terhadap nilai perusahaan yang mengindikasikan adanya *excess control* untuk melakukan ekspropriasi yang dapat melindungi kepentingannya sendiri tanpa memperhatikan kepentingan seluruh pemangku kepentingan perusahaan sehingga membentuk *value of equity* yang kurang bagus. Hal ini menunjukkan prospek perusahaan yang buruk di masa depan sehingga akan direspon negatif oleh investor dan pada akhirnya menurunkan nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Ruan *et al.* (2011) dan yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan yang baik akan membangun kode etik yang tidak hanya mementingkan kepentingan *shareholder* namun juga memperhatikan kesejahteraan *stakeholdernya* (Zsolnai, 2006). Peningkatan nilai perusahaan

bisa dicapai bila manajemen perusahaan mampu menjalin kerja sama yang baik dengan pihak lain yang meliputi *shareholder* dan *stakeholder* didalam membuat keputusan-keputusan keuangan sehingga reputasi perusahaan dipandang baik oleh *stakeholder*. Tujuan utamanya adalah membantu manajer untuk mengerti lingkungan *stakeholder* dan melakukan pengelolaan yang lebih efektif diantara keberadaan hubungan-hubungan di lingkungan perusahaan serta membantu manajer dalam meningkatkan nilai dari dampak aktivitas perusahaan dan meminimalkan kerugian bagi para *stakeholdernya*.

Kepemilikan manajerial akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang akan diambil oleh manajemen perusahaan. Manajemen diharapkan mampu mengambil tindakan yang tepat agar perusahaan tetap *survive* dengan keuntungan yang tinggi sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai. Jika kondisi perusahaan dikategorikan cenderung *going concern* dengan memperhatikan seluruh aspek *stakeholder* maka *sustainability going concern* timbul karena adanya pengakuan dari pihak lain.

Pengaruh Kepemilikan Publik terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan publik memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Purba (2004) yang menyatakan bahwa kepemilikan publik berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Adanya kepemilikan publik menimbulkan pengaruh pihak luar sehingga mengubah pengelolaan perusahaan yang awalnya berjalan sesuai keinginan pemegang saham pengendali (*controlling interest*) menjadi kepentingan seluruh *stakeholder* perusahaan (Puspitasari, 2009). Dampak aktivitas perusahaan kepada *stakeholder* dapat diketahui melalui transparansi informasi yang diberikan kepada publik dalam rangka peningkatan reputasi perusahaan (*value of equity*).

Keterlibatan publik dalam perusahaan berperan dalam mengawasi aktivitas perusahaan. Masyarakat merupakan *stakeholder* terpenting bagi perusahaan dan media memegang peranan

penting dalam mengkomunikasikan aktivitas-aktivitas perusahaan kepada para *stakeholder*. Media memiliki kekuatan untuk membeberkan informasi perusahaan, apabila perusahaan melakukan tindakan yang tidak pantas, maka media akan mengekspos tindakan melenceng tersebut. Kebijakan manajemen untuk meningkatkan proporsi saham publik akan memberikan dampak yang lebih besar bagi peningkatan kinerja perusahaan.

Pengaruh *Idiosyncratic Risk* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *idiosyncratic risk* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dan konsisten dengan penelitian Ang *et al.* (2009) yang menyimpulkan bahwa volatilitas dari *idiosyncratic* yang tinggi menghasilkan return yang lebih rendah di masa akan datang sehingga juga menurunkan nilai perusahaan.

Para *stakeholder* mempunyai kepentingan untuk memengaruhi keputusan para manajemen dalam pengelolaan seluruh potensi yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Pengelolaan risiko *idiosyncratic* yang baik terhadap semua aspek yang nantinya akan mendorong kinerja keuangan perusahaan yang merupakan orientasi para *stakeholder* dalam mengintervensi manajemen (Doh dan Quigley (2014). Kemampuan perusahaan dalam pembayaran utang kepada kreditur atau *supplier* bisa mencerminkan perusahaan mengelola *idiosyncratic risk* dengan baik sehingga perusahaan terhindar dari kredit macet dan tetap mampu menjaga kredibilitasnya dan hubungan baik dengan para pemangku kepentingan perusahaan yang mengindikasikan meningkatnya nilai perusahaan.

Efisiensi sebuah perusahaan setidaknya harus diikuti oleh pengelolaan risiko yang baik sehingga selain bisa mendapatkan keuntungan yang maksimal, perusahaan juga dituntut untuk bisa mengendalikan risiko-risiko yang ada (Prasetya dan Diendtara, 2011). Tujuan utama pengelolaan *idiosyncratic risk* adalah meminimalkan potensi kerugian yang timbul dari perubahan yang tak terduga.

Peran *Idiosyncratic Risk* dalam Memediasi Kepemilikan Asing, *Promoter Ownership*, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Publik terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan asing, *promoter ownership*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik berpengaruh signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Sedangkan *idiosyncratic risk* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya dilakukan pengujian sobel seperti pada tabel 4.7 untuk menguji peran mediasi *idiosyncratic risk*. Dalam pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa *idiosyncratic risk* memediasi kepemilikan asing, *promoter ownership*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan pada tipe mediasi yang digambarkan pada gambar 4.2 maka variabel *idiosyncratic risk* dalam penelitian ini merupakan tipe *Partial Mediation* dalam memediasi pengaruh *promoter ownership*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan. Tingkat signifikansi yang signifikan pada persamaan tersebut menunjukkan bahwa mediasi yang terjadi bersifat parsial sehingga mengindikasikan bahwa *idiosyncratic risk* menghubungkan pengaruh tidak langsung *promoter ownership*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan. Namun tanpa adanya *idiosyncratic risk* sebagai variabel mediator, *promoter ownership*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik secara positif memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tipe mediasi yang digambarkan tersebut juga menunjukkan variabel *idiosyncratic risk* dalam penelitian ini merupakan tipe *Full Mediation* dalam memediasi pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan. Tingkat signifikansi yang signifikan pada persamaan tersebut menunjukkan bahwa mediasi yang terjadi bersifat *full* mediasi karena *idiosyncratic risk* menjembatani pengaruh tidak langsung kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan sehingga tanpa adanya *idiosyncratic risk* sebagai variabel mediator, kepemilikan asing tidak memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keberhasilan peran mediasi dalam penelitian ini menunjukkan bahwa keberadaan *idiosyncratic risk* merupakan hal yang penting dalam meningkatkan nilai perusahaan. Sifat struktur kepemilikan yang berbeda-beda akan membuat pengelolaan *idiosyncratic risk* berbeda pula. Hal ini mengindikasikan bahwa *idiosyncratic risk* memediasi hubungan struktur kepemilikan dan mencerminkan nilai perusahaan. Dengan demikian, pengelolaan *idiosyncratic risk* secara optimal dinilai dapat membuat nilai perusahaan meningkat.

SIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*, sedangkan *promoter ownership* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *idiosyncratic risk*. Kepemilikan asing memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial dan kepemilikan publik memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, serta *promoter ownership* dan *idiosyncratic risk* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu, *idiosyncratic risk* dapat memediasi pengaruh kepemilikan asing, *promoter ownership*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu keterbatasan dalam hal alat pengukuran *idiosyncratic risk* yang hanya menggunakan metode tiga faktor dan jangka waktu hanya lima tahun sehingga masih kurang menggambarkan kondisi *idiosyncratic risk* secara keseluruhan, tidak adanya variabel kontrol yang mengakibatkan kesenjangan antara perusahaan besar dan kecil, pengukuran *return* saham sebagai komponen *idiosyncratic risk* menggunakan periode waktu *return* saham secara tahunan sehingga belum akurat untuk menggambarkan *idiosyncratic risk* yang dihadapi investor. Oleh karena itu, untuk menjawab keterbatasan penelitian ini, penelitian masa akan datang sebaiknya menambah periode penelitian agar jumlah sampel yang digunakan lebih banyak untuk menggambarkan variabel yang lebih baik. Selain itu, penelitian yang akan

datang sebaiknya mempertimbangkan pengukuran *idiosyncratic risk* lima faktor dengan jangka waktu lebih dari lima tahun.

DAFTAR PUSTAKA

- Antaraneews.com. (2017). IHSG Selasa ditutup melemah 33,16 poin. Retrieved November 14, 2017, <https://www.antaraneews.com/berita/664792/ihs-g-selasa-ditutup-melemah-3316-poin>
- Apriada, K. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal Dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaan. *Tesis*. Denpasar: Universitas Udayana.
- Arifin, Samsul. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, *Growth Potential*, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmattu dan Riset Akuntansi*, Vol. 4(2).
- Athanassiou, N., Crittenden, W. F., Kelly, L. M., & Marquez, P. (2002). Founder centrality effects on the Mexican family firm's top management group: Firm culture, strategic vision and goals, and firm performance. *Journal of World Business*, 37(2), 139-150.
- Attia, N. L. (2015). The Impact Of State And Foreign Ownership On Banking Risk: Evidence From The Mena Countries. *Research in International Business and Finance*.
- Aziz, A. (2016). *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Karakteristik Perusahaan terhadap Tingkat Pengungkapan Risiko* (Skripsi). Fakultas Ekonomi UIN.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2013). The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 641-658.
- Brigham, Eugene F, dan Joel F Houston. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Chariri, A., & Ghozali, I. (2007). Teori akuntansi. *Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang*.
- Chen, M., Wu, J., Jeon, B. N., dan Wang, R. (2017). Do foreign banks take more risk? Evidence from emerging economies. *Journal of Banking and Finance*.
- Choi, H.M., Sul, W., and Min, S.K. (2012). Foreign board membership and firm value in Korea. *Management Decision*, Vol. 50(2), 207-233.
- Claessens, S., Djankov, S., dan Lang, L. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 81-112.
- Deegan, C. (2004). *Financial Accounting Theory*. McGraw-Hill Australia Pty Ltd: NSW.
- Dharwadkar, B., George, G. and Brandes, P. (2000). Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective. *Academy of Management Review*, Vol. 25, No. 3, 650-669.
- Doh, J. P., & Quigley, N. (2014). Responsible leadership and stakeholder management: Influence pathways and organizational outcomes. *Academy of Management Perspectives*, 28(3), 255-274.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and The Theory of The Firm. *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 288-307.
- Fama, E., French, K. (2014). A Five-Factor Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, 1-22.
- Florackis, C., Kanas, A., and Kostakis, A. (2012). Idiosyncratic Risk, Risk-Taking Incentives and The Relation Between Managerial Ownership and Firm Value. *FMA-Europe - Best Paper Award in Corporate Finance*.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman. Marshfield MA.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business ethics quarterly*, 409-421.
- Gaio, C. dan Raposo, C. (2011). Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence. *Accounting and Finance* 51, 467-499.
- Geeta, R., dan Prasanna, K. (2016). Impact of Family Ownership on Idiosyncratic Risk. *International Journal of Corporate Governance*, Vol. 7.
- Ghozali, I. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program IBM SPSS 20 Edisi*

- Keenam*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hasnawati, S., dan Sawir, A. (2015). Keputusan Keuangan, Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan Dan Nilai Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.17(1), 65–75.
- Henryani, F. F., & Kusumastuti, R. (2014). Analysis Of Ownership Structure Effect On Economic Value Added. *Bisnis & Birokrasi Journal*, 20(3).
- Jensen, M. C. dan Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kelvin, C., Daromes, F. E., & Ng, S. (2017). Pengungkapan Emisi Karbon sebagai mekanisme peningkatan Kinerja untuk Menciptakan Nilai Perusahaan. *Dinamika Akuntansi Keuangan dan Perbankan*. Volume 6 No. 1, 1-18.
- Khasawneh, A.Y., and Staytieh, K.S. (2017). Impact of Foreign Ownership on Capital Structure and Firm Value in Emerging Market: Case of Amman Stock Exchange Listed Firms. *Afro-Asian J. Finance and Accounting*, Vol. 7(1), 35-61.
- Komalasari, P. T., & Nor, M. A. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan Keluarga, Kepemimpinan Dan Perwakilan Keluarga Terhadap Kinerja Perusahaan. *AKRUAL: Jurnal Akuntansi*, 5(2), 133-150.
- Kumar, N., and Singh, J. P. (2013). Effect of Board Size and Promoter Ownership on Firm Value: Some Empirical Findings from India. *Emerald Group Publishing*, Vol 13(1).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Lee, S., Kim, Y. K., dan Kim K. (2016). Corporate Governance, Firm Risk, And Corporate Social Responsibility: Evidence From Korean Firms. *The Journal of Applied Business Research*, Vol 32(1).
- Levy, H. dan Kroll. (1978). Ordering Uncertain Option with Borrowing and Landing. *The Journal of Finance*, Vol. 33, 2.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Martinez, J. I., Stöhr, B. S., & Quiroga, B. F. (2007). Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), 83-94.
- Mishra, R., and Kapil, S. (2017). Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Naomi, P. (2017). Risiko Idiosinkratik dan Imbal Hasil Saham pada Bursa Saham Indonesia. *Finance and Banking Journal*, Vol. 13(2), 128-138.
- Ng, S., & Daromes, F. E. (2016). Peran Kemampuan Manajerial sebagai Mekanisme Peningkatan Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 13(2), 174-193.
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pasific-Basin Finance Journal*, 19(278-297)
- Nuringsih, K. (2010). kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial dan risiko. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12(1), 17-28.
- Paligorova, T. (2010). Corporate risk taking and ownership structure. *Working Paper/ Document de travail*.
- Paramitasari, R., & Mulyono, M. (2014). Analisis Portofolio Untuk Menentukan Expected Return Optimal dan Risiko Minimal pada Saham Perusahaan Telekomunikasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- Paramitasari, Ratih. (2014). Pengaru Risiko Sistematis dan Risiko Tidak Sistematis terhadap Expected Return Saham dalam Rangka Pembentukan Portofolio Saham LQ-45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan Single Index Model Periode Tahun 2009. *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, Vol. 10(1), 78-83.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.

- Prasetyia, F., & Diendtara, K. (2011). Pengukuran Efisiensi Perbankan Syariah Berbasis Manajemen Risiko. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 15(1).
- Purba, Jan Horas V. (2004). Pengaruh Proporsi Saham Publik terhadap Kinerja Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Ilmiah Ranggagading*, Vol 4, 109-116.
- Puspitasari, A. D. (2009). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pengungkapan CSR Pada Laporan Tahunan Perusahaan di Indonesia. *Skripsi. Universitas Diponegoro*.
- Raharja, T. W. (2013). Analisis Pengaruh *Political Connection* dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, Vol. 2(1), 1-12.
- Ruan, W., Tian, G., and Ma, S. (2011). Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol.5(3), 74-89.
- Santoso, S. (2012). *Aplikasi SPSS pada Statistik Parametrik*. Jakarta: Penerbit PT Elex Media Komputindo.
- Setiawan, A. S., Karsana, Y. W., Budi, I. S. dan Armon, D. (2015). Pengaruh Kepemilikan Asing, Komisaris Independen dan Leverage terhadap Pemilihan Auditor di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi 18*. Medan.
- Sukirni, Dwi. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*. Vol. 1, No. 2. Pp. 1-12.
- Suryani, K.R., dan Redawati. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan dalam Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009. *Jurnal Wawasan Manajemen*, Vol. 4(1), 75-89.
- Westhead, P., & Howorth, C. (2006). Ownership and Management Issues Associated with Family Firm Performance. *Family Business Review*, Vol. 19(4), 301-316.
- Wiranata, Y. A, dan Yeterina W. N. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 15-26.
- Yeh, Y. H. (2005). Do controlling shareholders enhance corporate value?. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 313-325.
- Zsolnai, L. (2006). Extended Stakeholder Theory. *Society and Business Review*, Vol. 1, 37-4