

## **PENGARUH KEPEMILIKAN, KEPUTUSAN INVESTASI, PENGALAMAN DAN KINERJA FINANSIAL**

**FRANSISKA SOEJONO**

STIE Musi Palembang  
Fransoe\_77@yahoo.com

**Abstrak:** *This research is purposed to test the difference in performance between state-owned firms and private-owned firms on 811 firm-year observations in BEI between 1999-2007 period. Multiple comparisons is used to test the hypothesis that state-owned firms have better performance than private-owned firms. Besides that, this research are purposed to test the influence of investment decision and experience to firm's performance, using ancova model. The result shows that different type of ownership give different effect to firm's performance. Contrary with the hypothesis, the result shows that state-owned firms have a better performance than private-owned firms. The result also shows that investment decisions and experiences have no significant effect of firm's performance. This research using control variabel that are year and type of industry.*

**Keywords:** Ownership, Investment Desicion, Experience, Financial Performance.

### **PENDAHULUAN**

Dalam perkembangan riset ditemukan bahwa faktor yang mempengaruhi kinerja suatu perusahaan tidak hanya manajemen tetapi juga peran dari pemilik perusahaan. Tipe kepemilikan yang berbeda akan memberikan kemampuan dan insentif yang berbeda untuk mengendalikan manajer (Boubakri *et al.* 2005). Penelitian Soejono (2008), Hanousek *et al.* (2007), Ngoc dan

Ramstetter (2004) mengungkapkan bahwa kinerja perusahaan akan dipengaruhi oleh siapa yang menjadi pemilik di belakang perusahaan tersebut. Ini berarti bahwa pemilik sangat relevan dalam menentukan kinerja perusahaan.

Perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki karakteristik struktur kepemilikan yang berbeda dari perusahaan-perusahaan di negara lain. Sebagian besar perusahaan di Indonesia memiliki kecenderungan terkonsentrasi sehingga si pendiri juga dapat duduk sebagai dewan direksi atau komisaris, dan konflik keagenan yang terjadi bukan antara manajer dan pemilik melainkan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Husnan 2001). Oleh karenanya, penelitian mengenai pengaruh tipe kepemilikan terhadap kinerja perusahaan sesuai dengan karakteristik perusahaan di Indonesia.

Bonin *et al.* (2005b) dan Fries dan Taci (2005) menyatakan bahwa bank dengan kepemilikan swasta lebih efisien dibandingkan bank pemerintah. Alasan yang seringkali digunakan dalam literatur untuk menunjukkan perbedaan kinerja perusahaan swasta dan pemerintah diantaranya adalah karena *good corporate governance* (Sunarsip 2007), profit dan efisiensi (Shleifer dan Vishny 1997), sistem pengawasan (Marciano 2008 dan Husnan 2001), transparansi (Berger *et al.* 2006), dan produktivitas (Ngoc dan Ramstetter 2004).

Kinerja perusahaan yang optimal merupakan tujuan perusahaan yang dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French 1998). Salah satu keputusan keuangan tersebut adalah keputusan investasi. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator kinerja perusahaan (*signaling theory*). Selain itu, investasi yang dilakukan perusahaan seringkali memberikan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan keunggulan bersaingnya. Penelitian Sircar *et al.* (2000) menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan antara investasi dan kinerja perusahaan.

Selain faktor kepemilikan dan investasi, pengalaman perusahaan juga merupakan faktor lain yang berpengaruh dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Semakin berpengalaman suatu perusahaan dalam menjalankan usahanya, maka akan semakin baik kinerja perusahaan. Namun demikian, pengalaman dapat memberikan pengaruh yang sebaliknya (negatif) terhadap kinerja. Hal ini dikarenakan, perusahaan yang lebih tua cenderung inersia dan kaku untuk beradaptasi terhadap perubahan sehingga menyebabkan ki-

nerja yang lebih rendah. Penelitian Purwidiyanti (2008) menunjukkan bahwa pengalaman perusahaan yang diukur dari lamanya perusahaan berdiri berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini ditujukan untuk menguji pengaruh kepemilikan keputusan investasi dan pengalaman terhadap kinerja finansial perusahaan dan membandingkan kinerja finansial perusahaan swasta dan perusahaan pemerintah.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah dan organisasi penulisan. Kedua, menguraikan teori dan hasil penelitian sebelumnya sebagai dasar pengembangan hipotesis. Ketiga, menguraikan metoda penelitian. Keempat, hasil penelitian yang berisi hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

## **RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Kepemilikan dan Kinerja**

Tipe kepemilikan yang berbeda akan memberikan kemampuan dan insentif yang berbeda untuk mengendalikan manajer (Boubakri *et al.* 2005). Penelitian Soejono (2008); Hanousek *et al.* (2007); Ngoc dan Ramstetter (2004) mengungkapkan bahwa kinerja perusahaan akan dipengaruhi oleh siapa yang menjadi pemilik di belakang perusahaan tersebut.

H<sub>1</sub> Kepemilikan suatu perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Beberapa penelitian terdahulu yaitu penelitian yang dilakukan Shleifer dan Vishny (1997), Bonin *et al.* (2005a dan 2005b), Patriadi (2003), Fries dan Taci (2005), serta Cull dan Xu (2005) mengungkapkan bahwa kinerja swasta lebih baik dari kinerja pemerintah. 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). 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).

H<sub>2</sub> Kinerja perusahaan dengan kepemilikan swasta lebih baik dibandingkan pemerintah.

### **Keputusan Investasi dan Kinerja**

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu

keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French 1998). Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*).

Investasi yang dilakukan perusahaan seringkali memberikan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan keunggulan bersaingnya. Peluang investasi yang dilakukan dengan pertimbangan yang tepat dapat semakin meningkatkan kinerja perusahaan. Sebaliknya, peluang investasi yang tidak dimanfaatkan secara tepat justru akan menyebabkan kerugian (penurunan kinerja) bagi perusahaan. Penelitian Sircar *et al.* (2000) menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan antara investasi dan kinerja perusahaan.

H<sub>3</sub> Keputusan investasi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

### **Pengalaman dan Kinerja**

Umur perusahaan mempunyai pengaruh mendua pada nilai perusahaan. Perusahaan yang lebih lama berdiri mempunyai pengalaman pada skala ekonomis, sehingga dapat menikmati kinerja yang superior dibandingkan perusahaan baru. Namun demikian, di sisi lain perusahaan yang lebih tua cenderung inersia dan kaku untuk beradaptasi sehingga menyebabkan kinerjanya lebih rendah. Penelitian Purwidiyanti (2008) menunjukkan bahwa pengalaman perusahaan yang diukur dari lamanya perusahaan berdiri berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

H<sub>4</sub> Pengalaman berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

## **METODA PENELITIAN**

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Periode data yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan tahun 1999 sampai 2007 dengan pertimbangan bahwa data sebelum tahun 1999 dan sesudah tahun 2007 tidak dapat digunakan karena kondisi perusahaan sangat dipengaruhi oleh krisis yang terjadi khususnya di Indonesia. Sampel diambil dengan metoda *purposive sampling* dengan tipe *judgment sampling* dengan kriteria: Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1999 sampai dengan tahun 2007, Perusahaan mempublikasikan *annual report* di Bursa Efek Indonesia, Perusahaan memiliki kepemilikan saham yang terkonsentrasi yaitu lebih dari 50 persen, Status

perusahaan diketahui merupakan perusahaan swasta atau BUMN, dan Perusahaan diketahui bukan merupakan perusahaan multinasional. Karakteristik data pada setiap variabel dapat dilihat pada tabel satu dan dua.

Model persamaan yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Performance = \mu + Ownership + Investment + Experience + Industry + Year + \epsilon \quad (1)$$

Penelitian ini menggunakan dua indikator kinerja finansial (*Performance*) yaitu kinerja akuntansi (*Return on Equity*, ROE) dan kinerja pasar yaitu *Price to Book Value Ratio* (PBV). ROE adalah tingkat pengembalian dari modal sendiri, sedangkan PBV adalah perbandingan harga pasar saham dengan nilai buku per lembar saham. Kepemilikan (*Ownership*) dibedakan menjadi 2 yaitu (1) perusahaan dengan kepemilikan swasta dan (2) perusahaan dengan kepemilikan pemerintah. Menurut Dharwadkar (2000) konsentrasi kepemilikan dapat bekerja secara efektif hanya jika ada kepemilikan yang dominan (lebih besar dari 50%), terkait dengan mekanisme *voting*. Keputusan Investasi (*Investment Decision*) menggunakan proksi *Capital expenditure* dengan rumus:  $Capex = (\text{Total aktiva tetap}_t - \text{total aktiva tetap}_{t-1}) / \text{total aset}$  (Griner dan Gordon 1995). Pengalaman (*Experience*) didasarkan pada umur perusahaan, yaitu dari tahun berdirinya perusahaan (Villalonga dan Amit, 2006), yaitu tahun penelitian dikurangi tahun berdirinya perusahaan. Tahun (*Year*) merupakan periode penelitian yang dikelompokkan menjadi 9 yaitu (1) tahun 1999, (2) tahun 2000, (3) tahun 2001, (4) tahun 2002, (5) tahun 2003, (6) tahun 2004, (7) tahun 2005, (8) tahun 2006, dan (9) tahun 2007. Industri (*Industry*) merupakan jenis industri yang dikelompokkan menjadi tiga yaitu (1) industri manufaktur (*manufactur*), (2) industri finansial dan jasa (*financial and service*), (3) industri lainnya (*others*). Penelitian ini mengendalikan kemungkinan terjadinya perbedaan kinerja yang dikarenakan kondisi yang berbeda setiap tahunnya seperti kondisi perekonomian dan jenis industri.

## HASIL PENELITIAN

Statistika deskriptif penelitian ini adalah:

**Tabel 1 Statistik Deskriptif Untuk Variabel Metrik**

Keterangan	Variabel			
	Market Performance (LogPBV)	Accounting Performance (LogROE)	Investment (Log_Inv)	Experience (Log_Age)
Mean	0,24	1,05	0,52	0,94
Median	0,00	1,11	0,60	1,00
Stand. Deviation	0,30	0,41	0,31	0,30
Variance	0,09	0,17	0,1	0,09
Range	1,76	1,96	0,95	2
Minimum	0,00	0,00	0,00	0
Maximum	1,76	1,96	0,95	2

**Tabel 2 Statistik Deskriptif Untuk Variabel Non Metrik**

Variabel	Skala	Frekuensi
Variabel independen:		
- <i>Ownership</i>	(1) Swasta	718
	(2) Pemerintah	93
Variabel Kontrol:		
- <i>Year</i>	(1) 1999	83
	(2) 2000	81
	(3) 2001	97
	(4) 2002	102
	(5) 2003	98
	(6) 2004	103
	(7) 2005	99
	(8) 2006	119
	(9) 2007	29
- <i>Industry</i>	(1) <i>manufactur</i>	363
	(2) <i>financial &amp; services</i>	271
	(3) <i>Others</i>	177
Total Data (n)		811

Penelitian ini melalui tahap pengujian asumsi klasik. Uji normalitas menggunakan uji *kolmogorov-smirnov* menunjukkan variabel pengganggu/residual berdistribusi normal. Uji Autokorelasi dengan *Run test* menunjukkan bahwa dalam model regresi tidak terjadi autokorelasi. Uji heterokedastisitas dengan metode *glejser* menunjukkan tidak terjadi heterokedastisitas. Uji Multikolinieritas menghasilkan VIF di sekitar angka 1 dan nilai *tolerance* lebih dari 0,1, berarti tidak terdapat multikolinieritas.

**Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis**

Keterangan	<i>Residual for LogPBV</i>		<i>Residual for LogROE</i>	
	<i>F test</i>	Signifikansi	<i>F test</i>	Signifikansi
<i>Ownership</i>	3,813	0,079	5,422	0,034
<i>Year</i>	0,692	0,662	2,156	0,100
<i>Industry</i>	4,704	0,055	4,288	0,034
<i>Experience</i>	0,344	0,571	1,066	0,318
<i>Investment</i>	0,771	0,400	0,040	0,844

**Tabel 4 Multiple Comparison**

Keterangan	<i>Residual for LogPBV</i>		<i>Residual for LogROE</i>	
	<i>Mean Difference</i>	Prob. Sig.	<i>Mean Difference</i>	Prob. Sig.
<i>Swasta - Pemerintah</i>	-0,317	0,079	-0,686	0,034

Hasil pengujian hipotesis satu, tiga dan empat dapat dilihat pada tabel tiga. Nilai *F test* yang signifikan pada tingkat signifikansi lima persen (LogROE) dan sepuluh persen (LogPBV) untuk tipe kepemilikan, artinya hipotesis pertama terdukung. Sedangkan pada *Experience*, dan *Investment* baik dengan variabel dependen LogPBV maupun LogROE menunjukkan tidak ada pengaruh signifikan, artinya keputusan investasi dan pengalaman tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (hipotesis ketiga dan keempat tidak terdukung). Sedangkan *Year* sebagai variabel kontrol tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Sebaliknya, *Industry* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Jenis industri berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, hal ini berarti jenis industri dapat menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi saham di Bursa Efek Indonesia.

Tipe kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Soejono (2008); Hanousek *et al.* (2007), Ngoc dan Ramstetter (2004). Hasil ini menunjukkan hal yang berlawanan dengan teori keagenan. Teori keagenan menjelaskan bahwa manajer berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, sedangkan penelitian ini menjelaskan bahwa pemilik perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Alasan yang seringkali digunakan untuk menunjukkan perbedaan kinerja perusahaan swasta dan pemerintah diantaranya adalah karena *good corporate governance* (Sunarsip 2007), profit dan efisiensi (Shleifer dan Vishny 1997), sistem pengawasan (Marciano 2008 dan Husnan 2001), transparansi (Berger *et al.* 2006), dan produktivitas (Ngoc dan Ramstetter 2004). Tipe kepemilikan yang berbeda akan memberikan kemampuan dan insentif yang berbeda untuk mengendalikan manajer (Boubakri *et al.* 2005).

Hipotesis kedua, dianalisis dengan menggunakan *multiple comparison*. Hasil pengujian yang diringkas dalam tabel 4 menunjukkan arti bahwa terdapat perbedaan signifikan antara kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan swasta dan perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah. Namun perbedaan tersebut menunjukkan arah yang berlawanan dengan hipotesis, yaitu kinerja perusahaan pemerintah lebih baik dibandingkan kinerja perusahaan swasta. Hal ini tidak mendukung hipotesis kedua. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Soejono (2008). Kinerja perusahaan pemerintah yang *go public* belum dapat mewakili kinerja perusahaan pemerintah pada umumnya di Indonesia, mengingat kebanyakan perusahaan pemerintah yang *go public* termasuk dalam kategori saham *blue chip*.

## PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan beberapa hal yaitu Tipe Kepemilikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, artinya hipotesis pertama terdukung. Perusahaan dengan tipe kepemilikan swasta memiliki kinerja yang lebih rendah dibandingkan kinerja perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah. Hasil penelitian lainnya menunjukkan bahwa jenis industri juga memiliki pengaruh yang berbeda terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan keputusan investasi dan pengalaman tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Perusahaan memiliki kinerja yang berbeda antara tipe kepemilikan perusahaan swasta dengan pemerintah. Oleh karenanya akan lebih baik jika investor turut mempertimbangkan kepemilikan suatu perusahaan karena sangat berkaitan dengan kinerja yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut.



Meskipun dalam hal ini, masih perlu di kaji lebih lanjut perbedaan pengaruh dari kedua tipe kepemilikan tersebut.

Penelitian ini masih memiliki terbatas dalam membuktikan dugaan mengenai adanya perbedaan kinerja antara perusahaan dengan tipe kepemilikan pemerintah dan swasta, sehingga perlu diteliti 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 juga masih terbatas, sehingga penelitian lanjutan dapat menggunakan proksi kinerja lainnya dengan mempertimbangkan perusahaan-perusahaan dalam berbagai jenis industri. Penelitian lanjutan yang lebih mendalam juga dapat dilakukan dengan mengangkat variabel-variabel lain yang menunjukkan perbedaan kinerja antar perusahaan dan memasukkan unsur kepemilikan asing dengan tepat.

#### **REFERENSI:**

- Berger, A.N., Klapper, L.F., Peria, M.S.M, dan Zaidi, R. Juli 2006. Bank Ownership Type and Banking Relationship.
- Bonin, J. P., Hasan, I. and Wachtel, P. 2005a. Bank performance, efficiency and ownership in transition countries. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29, Hlm. 31–53.
- \_\_\_\_\_. 2005b. Privatization matters: Bank efficiency in transition countries. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29, Hlm. 2155–2178.
- Boubakri, N., Cosset, J., dan Guedhami, O. 2005. Postprivatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection. *Journal of Financial Economics*. Vol. 76, Hlm. 369-399.
- 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, Hlm. 117–146.
- Dharwadkar, Ravi. 2000. Privatization In emerging Economies: An Agency Theory Perspective. *Academy of Management Review*. Vol. 25, No. 3, Hlm. 650-669.
- Fama, Eugene F. dan French, Kenneth R, 1998, *Taxes, Financing Decision, and Firm Value*, *The Journal of Finance*; Vol. LIII No. 3, June, Hlm. 819-843.
- 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, Hlm. 55–81.
- Griner, E.H., dan Gordon, L.A. 1995. Internal Cash Flow, Insider Ownership, and Capital Expenditures: A Test of Pecking Order and Managerial Hypotheses. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 22, No. 2 (March), Hlm. 179-199.
- Hanafi, Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan*. 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, Hlm. 1-31.

- 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, Hlm. 1-12.
- 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, Hlm. 305-360.
- 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 Doktoral UGM, tidak dipublikasikan.
- 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, Hlm. 371-404.
- Patriadi, Pandu. 2003. Studi Banding Kebijakan Privatisasi BUMN di Beberapa Negara. *Kajian Ekonomi dan Keuangan*. Vol. 7, No. 4, Hlm. 55-102.
- Purwidiyanti, Wida. 2008. Free Cash Flow Agency Problem, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang dan Kinerja Perusahaan Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. Tesis: Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.
- Sekaran, Uma. 2006. *Research Methods for Business*. Buku 1 dan 2. John Wiley & Sons Inc., Terjemahan oleh Kwan Men Yon. Jakarta: Salemba Empat.
- Shleifer, A. dan Vishny, R.W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. Vol. LII, No. 2, Hlm. 737-783.
- Sincar, Sumit, Joe L. Turnbow dan Bijoy Bordoloy. 2000. A Framework for Assessing The Relation Between Information Technology Investments and Firm Performance. *Journal of Management Information Systems*. Vol 16, Hlm. 67-97.
- Sunarsip. 30 Agustus 2007. Mencari Format Privatisasi BUMN Yang Tepat Bagi Indonesia. *Republika*. <http://www.iei.or.id/publicationfiles/>.
- Supranto, J. 2003. *Metode Riset*. Edisi Revisi ke-7. Jakarta: Rineka Cipta.
- Soejono, Fransiska. 2008. Tipe Kepemilikan dan Kinerja: Studi Empiris di BEI. Tesis Universitas Gajah Mada Yogyakarta.
- Villalonga, Belen, dan Amit, Raphael. 2006. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value. *Journal of Financial Economics*. Vol. 80, Hlm. 385-417.