

**KONSENTRASI KEPEMILIKAN DAN PERFORMA KEUANGAN: CASE STUDY
PERUSAHAAN PELAYARAN LISTED DI 5 NEGARA PEREKONOMIAN TERBESAR ASEAN
(BIG 5 ASEAN)**

ABSTRACT

This research aimed to explain simultaneous relationship between concentrated ownership and financial performance measured by ROA and ROE particularly in shipping industry, evidence from listed shipping companies in Big 5 Asean countries (Indonesia, Singapore, Malaysia, Thailand, and Philippines). Sample obtained from 47 shipping companies from 2008 to 2015 with the total observation of 141 firm years. Using 2-SLS method for regression, this research proves there is simultaneous relationship between 2 variables. Concentrated ownership has positive effect to ROA and ROE, simultaneously, ROA and ROE has positive effect to ownership concentration. I also find there's no entrenchment effect that causing alighting of financial performance when the ownership concentration reach specific level, therefore I conclude that positive relation is linear and contradict with some research results in East Asia that claimed there was non-linear relationship between concentration of ownership with company's performance and value of the firm. This paper also reveals that Indonesia shipping companies have moderate financial performance compared to other big 5 Asean countries.

Key words : ASEAN, Concentration of Ownership, Financial Performance, Listed Shipping Companies

1. Pendahuluan

Salah satu isu besar yang melatarbelakangi munculnya ilmu terkait tata kelola perusahaan adalah permasalahan atau konflik diantara pemilik modal (*principal*) dan pihak yang menjalankan perusahaan (*agent*) atau biasa disebut sebagai *agency problem*. Namun seiring dengan berkembangnya perusahaan, pemisahan peran tersebut menciptakan adanya kesenjangan informasi antara pemilik modal dengan pihak yang secara langsung menjalankan perusahaan, bahkan bisa jadi manajemen menutup-nutupi informasi material yang seharusnya juga diketahui oleh pemilik modal, hal ini disebut sebagai *assymetric information* yang bisa membawa pemilik modal pada pengambilan keputusan yang merugikan (*adverse selection*). Pemisahan tanggung jawab tersebut juga memungkinkan adanya pergesekan kepentingan terjadi diantara manajemen dan pemilik perusahaan

(Jensen dan Meckling, 1976). Seiring dengan berkembangnya mekanisme tata kelola perusahaan, muncul juga *agency problem* antara pemilik saham pengendali dengan pemilik saham non pengendali (Claessens et al, 2000) dan konflik akibat keinginan bagi pemilik perusahaan untuk mendapatkan profit maksimal sebagai imbal hasil atas pengembalian modal yang telah ditanamkan, yang dihadapkan dengan kepentingan pribadi manajemen perusahaan berupa pemberian kompensasi yang tinggi atas hasil kerja keras mereka.

Agency problem ini dapat memicu timbulnya beberapa pelanggaran dan kecurangan (*fraud*) yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dan dapat mencederai kepentingan pemilik saham misalnya dengan penyusunan laporan manajemen yang curang (*fraudulent statements of management reports*), penyalahgunaan terhadap aset perusahaan yang berlebihan (*misappropriation of assets* atau *asset expropriation*), serta korupsi. *Agency problem* juga dapat memicu manajemen perusahaan untuk mengambil keputusan yang hanya dapat memberikan keuntungan sesaat namun berbahaya bagi kelangsungan perusahaan kedepannya, misalnya dengan pengambilan keputusan investasi yang terlalu berani.

Salah satu mekanisme CG yang dapat dilakukan untuk memitigasi *agency problem* adalah dengan mengkonsentrasikan struktur kepemilikan perusahaan. Dalam perusahaan dengan kepemilikan yang sangat menyebar, dimana saham dipegang oleh banyak sekali pemegang saham, tentu saja perusahaan tidak dapat membayar setiap pemegang saham tersebut untuk melakukan fungsi monitoringnya. Kehadiran pemegang saham mayoritas dapat memitigasi problem tersebut, dengan demikian pengambilan keputusan operasi maupun keputusan strategik perusahaan tidak sepenuhnya berada di tangan manajemen, namun juga dibagi dengan pemegang saham (Shleifer dan Vishny, 1986). Selain itu konsentrasi kepemilikan pada beberapa kubu tertentu juga dapat meningkatkan kecepatan pengambilan keputusan, terlebih pada jenis industri yang memiliki volatilitas tinggi.

Namun kepemilikan yang terlalu terkonsentrasi juga dapat memicu terjadinya konflik antara pemegang saham pengendali yang dapat mencederai hak-hak pemegang saham non-pengendali, misalnya pemegang saham mayoritas dapat berlaku oportunistik demi keuntungan pribadi mereka yang juga dapat mendorong perusahaan pada praktik alokasi sumberdaya yang tidak efisien, seperti pembelian atau penjualan aset atas kontrol mereka dengan harga yang merugikan pemegang saham minoritas (Zhang, 2004). Selain itu Penelitian Fama dan Jensen, 1983, juga menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan justru berpengaruh negatif terhadap performa perusahaan, karena justru akan meningkatkan biaya modal perusahaan sebagai akibat dari berkurangnya likuiditas pasar dan mengurangi diversifikasi perusahaan dalam mendapatkan modal. Pemegang saham pengendali juga menggunakan informasi dari internal perusahaan untuk secara langsung atau tidak langsung

menggunakan kepemilikan sahamnya demi pemindahan manfaat dan keuntungan perusahaan melalui penjualan intra grup atau transfer pricing (Chang, 2003).

Claessens et al (2000) menyebutkan bahwa struktur kepemilikan di perusahaan-perusahaan yang berada di Asia Timur termasuk Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, dan Filipina memiliki struktur kepemilikan yang cenderung terkonsentrasi dan didominasi oleh perusahaan keluarga. Dengan adanya berbagai kelemahan yang ditimbulkan akibat kepemilikan yang terkonsentrasi, bukan tidak mungkin menyebabkan investor enggan untuk berinvestasi di perusahaan-perusahaan Asia Timur. Namun penelitian Tsionas et al (2012) menunjukkan bahwa terdapat korelasi positif antara konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan pelayaran (*shipping*). Secara mengejutkan, penelitian ini juga mengungkapkan adanya hubungan simultan diantara kedua variabel tersebut. Hal ini secara kebetulan tentu dapat dikatakan seperti "*blessing in disguise*" bagi investor, sehingga investor tidak perlu lagi khawatir terhadap aspek negatif dari konsentrasi kepemilikan tersebut. Selain itu, manajemen perusahaan pelayaran juga seharusnya bisa memanfaatkan kondisi tersebut untuk mencapai performa terbaik perusahaan. Hal ini terjadi karena bisnis pengangkutan laut merupakan bisnis yang memiliki volatilitas tinggi karena sangat tergantung pada kondisi makroekonomi global yang membutuhkan tingkat kecepatan pengambilan keputusan yang juga tinggi. Dengan kemudahan dan kecepatan dalam hal pengambilan keputusan, seharusnya performa perusahaan *shipping* akan lebih baik dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa, konsentrasi kepemilikan pada perusahaan shipping adalah lebih dari sekedar mekanisme tata kelola perusahaan, namun juga sifat alamiah dari industri itu sendiri untuk menyesuaikan diri dari volatilitas kondisi makroekonomi (Andreou et al, 2012).

Sebenarnya penelitian terkait hubungan antara konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan telah menjadi fokus penelitian dalam bidang Tata Kelola Perusahaan selama beberapa tahun kebelakang. Dimana terdapat bukti yang luas namun cukup bertentangan terkait hubungan antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan (Fama dan Jensen, 1983; Schleifer dan Vishny, 1986; Himmelberg dan Palia, 1999; Claessens, 2000; Zhang, 2004; Tsionas et al, 2012; Luo dan Liu, 2014; Andreou, 2014), namun sangat sedikit bukti yang ada untuk industri tertentu khususnya industri pelayaran. Jika pun ada, maka penelitian sejenis berfokus pada industri perbankan (Dong, 2014) atau manufaktur (Athreya dan Keble, 2000). Selain itu, penelitian yang sudah ada baru menguji di level pelayaran global, namun belum ada yang menguji di level regional, yaitu di Asean yang di dalamnya termasuk Indonesia sebagai negara maritim.

Dengan melihat beberapa perbedaan mendasar antara jenis industri pelayaran dengan industri lainnya seperti yang telah dijelaskan diatas, maka perlu dilakukan penelitian yang secara khusus berfokus pada industri shipping. Seperti yang dijelaskan dalam Andreou et al. (2012), salah satu manfaat

berfokus pada satu industri adalah untuk memitigasi kemungkinan variasi antar-industri yang biasanya menodai kesimpulan studi yang tersebar di beberapa industri. Penelitian ini dapat memberikan kontribusi kepada industri maritim yang memiliki karakteristik lingkungan dan operasional tersendiri. Dengan berkonsentrasi secara khusus pada industri maritim, peneliti dapat berkesempatan untuk menguji tata kelola perusahaan yang dilakukan oleh perusahaan pelayaran, terkait misalnya dalam hal ketergantungan yang unik atas pengaruh ekonomi makro dan adanya ketidakpastian (volatilitas) pasar, (Drobetz et al., 2012) dan struktur kepemilikan terkonsentrasi yang banyak ditemui di industri pelayaran terbukti dapat mempengaruhi kinerja perusahaan (Tsionas et al., 2012). Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada literatur tata kelola perusahaan dengan menyajikan pembuktian atas:

1. Industri pelayaran memiliki karakteristik kepemilikan yang secara natural cenderung tersebar, meskipun di negara yang kuat perlindungan atas hak-hak investornya. Oleh karena itu, di Indonesia dan Negara Asia Timur lainnya yang saat ini perlindungan atas property rights investor belum terlalu gencar dilakukan, hal ini justru mendukung tercapainya kinerja perusahaan pelayaran yang lebih baik dan tidak perlu memancing kekhawatiran investor.
2. Konsentrasi kepemilikan tidak selalu identik dengan adanya ekspropriasi oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas karena masih ada dampak positif lain yang justru meningkatkan performa perusahaan, misalnya dengan pengambilan keputusan yang lebih cepat dan fungsi monitoring yang lebih kuat. Hal ini terbukti berhasil di industri shipping karena volatilitas yang tinggi dan bisnis yang terspesifikasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji salah satu faktor yang berdasarkan penelitian sebelumnya dapat digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan khususnya di industri maritim atau pelayaran (*shipping*), yaitu kepemilikan yang terkonsentrasi beserta dengan hubungan simultan diantara keduanya. Tujuan lainnya adalah menunjukkan bahwa sifat alamiah struktur perusahaan pelayaran yang terkonsentrasi memang benar dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan di Asia Timur termasuk Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, dan Filipina yang terkonsentrasi dan didominasi oleh pengaruh keluarga justru berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan pelayaran, serta menunjukkan keunggulan kompetitif masing-masing negara *Big 5 Asean* atas industri pelayarannya dan melihat sejauh mana Indonesia dapat bersaing selama ini.

Manfaat lain dari penelitian ini adalah agar dapat menjadi masukan bagi Akademisi dan Pemerintah dalam pemberlakuan kebijakan khususnya terkait tata kelola perusahaan bagi perusahaan di industri pelayaran sehingga dapat tetap menghasilkan kinerja maksimal dan tetap melindungi kepentingan seluruh stakeholder perusahaan terlebih lagi dengan visi dan misi Pemerintah baru periode 2014-2019

yang sangat mendukung pengembangan industri maritim. Penelitian ini juga dapat memberikan bukti bagi investor/lembaga pembiayaan, bahwa konsentrasi kepemilikan justru berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan pelayaran, sehingga investor tidak perlu lagi khawatir terhadap aspek negatif dari konsentrasi kepemilikan tersebut. Bagi manajemen perusahaan yang bergerak di industri *shipping*, diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan masukan terkait mekanisme tata kelola perusahaan yang dapat digunakan untuk mencapai performa terbaik perusahaan.

2. Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Teori Konsentrasi Kepemilikan

Dalam perusahaan dengan kepemilikan yang menyebar, dimana saham dipegang oleh banyak sekali pemegang saham, tentu saja perusahaan tidak dapat membayar setiap pemegang saham tersebut untuk melakukan fungsi monitoringnya. Dalam keadaan seperti ini, *agency problem* antara pihak manajemen dengan pemegang saham tentu akan sangat riskan terjadi. Kehadiran pemegang saham mayoritas dapat memitigasi problem tersebut, dengan demikian pengambilan keputusan operasi maupun keputusan strategik perusahaan tidak sepenuhnya berada di tangan manajemen, namun juga dibagi dengan pemegang saham (Shleifer dan Vishny, 1986). Hasil ini juga dibuktikan oleh Thomsen dan Pedersen (2000) serta Frijns et al (2008). Berdasarkan hal tersebut, mungkin dapat ditarik kesimpulan bahwa salah satu mekanisme tata kelola perusahaan yang dapat dilakukan untuk meningkatkan kinerja perusahaan adalah dengan membuat struktur kepemilikan yang terkonsentrasi di perusahaan.

Namun ternyata hal tersebut tidak langsung dapat diaplikasikan karena ada pula beberapa penelitian yang mengatakan bahwa konsentrasi kepemilikan justru dapat menurunkan kinerja perusahaan. Fama dan Jensen (1983) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan justru berpengaruh negatif terhadap performa perusahaan, karena justru akan meningkatkan biaya modal perusahaan sebagai akibat dari berkurangnya likuiditas pasar dan mengurangi diversifikasi perusahaan dalam mendapatkan modal.

Ada pula penelitian yang menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki hubungan non linear dengan kinerja perusahaan karena adanya *alignment effect*, sehingga semakin tinggi tingkat konsentrasinya, memang akan menaikkan kinerja, namun pada titik tertentu justru akan menurunkan kinerja karena adanya *entrenchment effect* seperti yang telah dilakukan oleh Grossman dan Hart (1980), Morck et al (1988), Shleifer dan Vishny (1986), dan Zhang (2004). Meskipun banyak penelitian yang telah menunjukkan adanya korelasi antara konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan, Demsetz dan Lehn (1985), Himmelberg dan Palia (1999), Demsetz dan Villalonga (2001) tidak bisa menemukan hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan.

2.2. Konsentrasi Kepemilikan Perusahaan di Negara Asia Timur

Secara lebih spesifik, jika mempertimbangkan struktur kepemilikan di Negara-negara Asia Timur termasuk Indonesia yang cenderung terkonsentrasi dengan perlindungan hukum yang lemah terhadap investor, umumnya konsentrasi kepemilikan memiliki hubungan non linear dengan kinerja, sehingga performa perusahaan semakin meningkat dengan semakin terkonsentrasinya perusahaan, namun pada rentang tertentu kinerja akan semakin menurun. Luo dan Liu (2014) membuktikan hal tersebut dengan penelitiannya, dimana terdapat hubungan berbentuk U terbalik antara konsentrasi kepemilikan keluarga dengan performa perusahaan, dimana awalnya performa perusahaan meingkat seiring dengan meningkatnya konsentrasi kepemilikan keluarga di perusahaan, namun akhirnya performa tersebut menurun. Hubungan tidak linear ini terjadi akibat berlakunya *alignment effect* disaat konsentrasi kepemilikan mulai meningkat dan juga *entrenchment effect* disaat konsentrasi kepemilikan sudah semakin meningkat. Kim (2006) dan Wei dan Zhang (2008) menemukan adanya hubungan berbentuk U terbalik antara kepemilikan saham oleh jajaran manajerial perusahaan dengan nilai perusahaan.

2.3. Konsentrasi Kepemilikan Perusahaan Pelayaran

Meskipun masih terdapat perdebatan antara pengaruh konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan, ternyata khusus untuk industri pengangkutan laut atau pelayaran (*shipping*), kepemilikan yang terkonsentrasi terbukti berkorelasi positif dan memiliki pengaruh yang kuat terhadap performa perusahaan (Tsionas, Merikas, dan Merika, 2011). Penelitian ini dilakukan pada 107 perusahaan pelayaran di dunia yang terdaftar di bursa saham secara global pada tahun 2009. Hal tersebut terjadi karena bisnis pelayaran memiliki ciri khas yang unik dibandingkan industri lain. Dengan keunikan tersebut, maka struktur kepemilikan perusahaan pelayaran juga akan berbeda dengan struktur perusahaan di industri lain, perbedaan itu terletak pada:

A. Struktur kepemilikan terkonsentrasi untuk mengakomodasi volatilitas dalam industri

Shipping merupakan industri yang bersifat global dan dipengaruhi oleh permintaan dari aktivitas perdagangan internasional (Alexandrou et al, 2013). Faktor-faktor makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi yang dapat diukur dengan pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) serta nilai tukar mata uang asing dapat mempengaruhi bisnis pelayaran. Peningkatan PDB suatu negara biasanya dapat direfleksikan dari peningkatan volume ekspor maupun impor yang mayoritas diangkut melalui laut. Apresiasi nilai tukar suatu negara juga dapat memicu impor barang dari negara lain, sebaliknya depresiasi nilai tukar pun dapat meningkatkan terjadinya ekspor ke negara lain. Volatilitas di industri pelayaran juga terjadi karena harga kapal cenderung sangat bergejolak (Schroder et al, 2012; Yeo, 2012; Andreou et al,

2014). Pengusaha yang bergerak dalam bidang pengangkutan laut (shipping) memiliki keyakinan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dapat membantu mereka dalam hal pengambilan keputusan yang lebih cepat dan fleksibel (Tsionas et al, 2012). Dengan kebutuhan atas kemudahan dan kecepatan dalam hal pengambilan keputusan, seharusnya performa perusahaan shipping akan lebih baik dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi.

B. Kepemilikan keluarga yang kuat

Kepemilikan keluarga merupakan hal yang cukup umum dalam industri pelayaran, diikuti dengan kepemilikan oleh pemilik saham institusional, sementara konsentrasi kepemilikan atas individu atau bahkan negara sangat jarang ditemukan, sehingga struktur kepemilikan di industri *shipping* adalah terkonsentrasi (Yeo, 2012) yang juga dibuktikan dengan penelitian Andreou et al pada 2014. Konsentrasi kepemilikan yang tinggi juga cenderung memperbesar kemungkinan bagi pemilik saham mayoritas untuk menempatkan perwakilannya pada posisi manajerial (*managerial ownership*). Perusahaan pelayaran umumnya dimiliki oleh keluarga sehingga posisi manajerial pun mayoritas diisi oleh anggota keluarga tersebut. Dapat disimpulkan bahwa terdapat konsentrasi *managerial ownership* yang cukup tinggi di perusahaan pelayaran, dengan keunikan dimana *majority shareholder* juga merupakan manajemen dari perusahaan tersebut (Andreou, 2014).

C. Struktur kepemilikan terkonsentrasi untuk mengakomodasi bisnis yang terspesifikasi

Alexandrou et al (2013) mengatakan bahwa perkembangan teknologi dapat mendorong pembangunan kapal yang memiliki kapasitas lebih besar dengan emisi buang yang jauh lebih kecil dibanding kapal yang ada saat ini, hal itulah yang mendorong terciptanya skala ekonomis perusahaan pelayaran. Kadang untuk memenuhi skala ekonomis tersebut, perusahaan pelayaran perlu melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan pelayaran lain untuk memperbesar bisnis dan volume yang dapat ditangani sehingga pemain di bisnis pelayaran cenderung terkonsentrasi di suatu kelompok tertentu. Pelayaran juga merupakan sektor yang sangat spesifik, seperti halnya dunia aviasi. Sehingga dibutuhkan ahli-ahli tertentu untuk dapat melakukan valuasi terhadap kapal, pembangunan kapal, perancangan dan desain kapal, dan perawatan serta pemenuhan persyaratan sebelum melaut. Jenis setiap kapal pun berbeda tergantung dengan kebutuhan barang bawaan yang hendak diantarkan. Oleh karena itu, untuk menjalankan bisnis pelayaran juga dibutuhkan pengetahuan khusus, sehingga dengan adanya konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh keluarga pendiri perusahaan yang sudah familiar dengan bisnis tersebut, tentu dapat menuntun perusahaan pada pengambilan keputusan yang lebih baik, efektif, dan efisien.

D. Tingkat hutang yang tinggi dengan tingkat *tangibility* besar

Andreou et al (2013) mengungkapkan bahwa industri pengangkutan kapal dicirikan dengan intensitas modal yang tinggi dalam hal pembelian kapal yang bernilai besar terlebih untuk kapal yang terspesialisasi. Dari perspektif corporate finance, pengangkutan laut merupakan industri yang padat hutang. Lebih dari 80% kebutuhan atas pendanaan eksternal dipenuhi melalui hutang, sehingga memiliki profil risiko keuangan yang lebih tinggi dibandingkan dengan industri lainnya (ABN Amro, 2011). Diketahui bahwa jenis perusahaan ini memiliki aset berwujud yang lebih besar dan sejalan dengan peningkatan hutangnya (*tangibility* besar). Hal ini dapat menunjukkan bahwa dalam pengadaan kapal, perusahaan pelayaran cenderung menggunakan hutang. Sementara aset berupa kapal itu sendiri memiliki risiko inheren yang cukup besar karena area operasinya yang berada di alam lepas. Sehingga tingkat hutang perusahaan dan risiko keuangan memiliki korelasi yang positif. (Schroder et al, 2012).

2.4. Hipotesis Penelitian

Beberapa penelitian terdahulu telah mengungkapkan adanya hubungan kausal positif antara konsentrasi kepemilikan dengan performa perusahaan (Himmelberg, Hubbard, dan Palia ,1999; Leung, Richardson, dan Jaggi, 2014; Vinthila dan Gherghina, 2014). Selain itu, berdasarkan penelitian Tsionas, Merikas, Merika (2011) serta didukung oleh penelitian terdahulu dari Demsetz dan Villalonga (2001) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan yang dipilih perusahaan adalah yang akan membawa profitabilitas maksimal bagi perusahaan, sehingga terdapat hubungan dua arah diantara variabel konsentrasi kepemilikan dengan performa perusahaan. Block, Jazkiewicz, dan Miller (2011) juga membuktikan adanya hubungan timbal balik antara konsentrasi kepemilikan dengan performa perusahaan dalam penelitian tentang hubungan antara struktur kepemilikan dengan *management effect*. Konsentrasi kepemilikan memang sudah biasa dikategorikan sebagai variabel endogen yang dilakukan dalam penelitian-penelitian sebelumnya oleh McGukin dan Nguyen (2001), Netter, Poulsen, dan Stegemoller (2009), serta Ruiz dan Requejo (2012). Berdasarkan hal itu, peneliti merumuskan adanya hubungan simultan diantara konsentrasi kepemilikan dan performa perusahaan. Atas dasar itu, peneliti merumuskan hipotesis 1 sebagai berikut:

H1: *Ceteris paribus*, terdapat hubungan simultan antara konsentrasi kepemilikan dan performa perusahaan pelayaran, dimana konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap performa, dan pada gilirannya, performa berpengaruh positif terhadap konsentrasi kepemilikan.

Penelitian Luo dan Liu (2014) serta Wei dan Zhang (2008) menemukan bahwa pengaruh konsentrasi kepemilikan cenderung di negara Asia Timur cenderung memiliki hubungan Non linear (non monotonik) terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Dalam skala rendah hingga menengah, terdapat *alignment effect* yang menyebabkan performa perusahaan meningkat, namun ketika konsentrasi kepemilikan berada di level tinggi, kinerja perusahaan justru menurun, akibat adanya *entrenchment effect* sesuai dengan penelitian Morck, Shleiver, dan Vishny (1988). Berdasarkan hal tersebut, peneliti ingin membuktikan apakah terdapat bentuk hubungan Non linear (non monotonik) antara konsentrasi kepemilikan dengan performa keuangan, maka peneliti merumuskan hipotesis tambahan sebagai berikut:

H2: *Ceteris paribus*, Konsentrasi kepemilikan perusahaan berhubungan non linear (non monotonik) dengan performa keuangan perusahaan pelayaran.

Sementara itu, variabel kontrol dalam penelitian ini antara lain ukuran perusahaan, likuiditas saham, dan lamanya perusahaan tercatat di bursa.

3. Metode Penelitian

3. 1. Metode Pengumpulan Data

Objek yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan pelayaran (*shipping*) yang terdaftar di bursa efek sebagai perusahaan publik di 5 (lima) negara dengan perekonomian terbesar di Asia Tenggara (*Big 5 ASEAN*) yaitu Indonesia (IDX), Singapura (SGX), Malaysia (KLSE), Thailand (SET), dan Filipina (PSE). Total perusahaan pelayaran yang terdaftar secara publik di lima negara tersebut adalah sebanyak 46 perusahaan, namun karena tidak semua perusahaan memiliki data diseluruh periode observasi maka penulis menggunakan data *unbalance* panel. Data-data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berdasarkan deret waktu (time series) dari tahun 2008-2014 (7 tahun) dan yang diperoleh dari Laporan Keuangan Auditan, Laporan Tahunan perusahaan serta Database Thomson Reuters.

3. 2. Definisi Variabel dan Pengukurannya

Konsentrasi kepemilikan (OWN) dan performa perusahaan (R) dianggap sebagai variabel endogen dalam penelitian ini. Uniknya, baik konsentrasi kepemilikan dan performa perusahaan memiliki hubungan yang saling mempengaruhi satu sama lain sehingga persamaan yang digunakan pada penelitian ini disebut

sebagai persamaan simultan. Sementara itu variabel eksogen dari penelitian ini adalah tingkat likuiditas, ukuran perusahaan, serta seberapa lama perusahaan tersebut terdaftar sebagai emiten di pasar modal.

Performa keuangan diukur menggunakan *Return on Asset (ROA)* maupun *Return on Equity (ROE)*. OWN merupakan variabel kepemilikan yang didefinisikan sebagai persentase dari kepemilikan atas pemegang saham mayoritas. Selain itu, untuk menguji adanya hubungan non linear antara R dan OWN, maka perlu dilakukan juga pengujian dengan pendekatan variabel *dummy* OWN yang dapat menangkap fungsi non-linear. Proksi dari variabel OWN akan mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Utama (2012). Variabel OWN pada penelitian ini akan dibagi menjadi 3, yaitu:

DL atau OWN 1 = Bernilai 1 apabila persentase kepemilikan pemegang saham mayoritas sebesar 0-20%, 0 apabila selainnya.

DM atau OWN 2 = Bernilai 1 apabila persentase kepemilikan pemegang saham mayoritas sebesar 20.1-50%, 0 apabila selainnya.

DH atau OWN 3 = Bernilai 1 apabila persentase kepemilikan pemegang saham mayoritas diatas 50%, 0 apabila selainnya.

Selanjutnya variabel LIQ diukur dengan menggunakan nilai volume perdagangan saham perusahaan di bursa. Variabel $\text{Log}(TA)$ menggambarkan ukuran perusahaan yang diukur menggunakan log natural dari total asset. Terakhir merupakan variabel Lamanya Perusahaan Tercatat di Bursa (LST) dan Lamanya Perusahaan Beroperasi (OPR) dalam satuan tahun.

3. 3. Model Empiris

Berdasarkan variabel-variabel penelitian yang sudah dijelaskan, maka model persamaan simultan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$R = f(\text{OWN}, \text{DER}, \text{TA}, \text{LST}) \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{OWN} = g(R, \text{TA}, \text{LIQ}, \text{LST}) \dots\dots\dots (2)$$

Dari persamaan diatas dapat dilihat dengan jelas bahwa variabel R maupun OWN berhubungan secara simultan atau saling mempengaruhi. Dimana R adalah ROE atau ROA.

Berdasarkan hipotesis dan model yang telah dibentuk di atas, peneliti merumuskan model regresi empiris sebagai berikut,

Ketika performa perusahaan dinilai berdasarkan ROA, maka model regresinya adalah

$$ROA = \alpha_1 + \alpha_2 * OWN + \alpha_3 * DER + \alpha_4 * LOG (TA) + \alpha_5 * LST + \varepsilon \dots\dots\dots (1.1)$$

$$OWN = \alpha_6 + \alpha_7 * ROA + \alpha_8 * LOG (TA) + \alpha_9 * LIQ + \alpha_{10} * LST + \varepsilon \dots\dots\dots (2.1)$$

Ketika performa perusahaan dinilai berdasarkan ROE, maka model regresinya adalah

$$ROE = \alpha_1 + \alpha_2 * OWN + \alpha_3 * DER + \alpha_4 * LOG (TA) + \alpha_5 * LST + \varepsilon \dots\dots\dots (1.2)$$

$$OWN = \alpha_6 + \alpha_7 * ROE + \alpha_8 * LOG (TA) + \alpha_9 * LIQ + \alpha_{10} * LST + \varepsilon \dots\dots\dots (2.2)$$

Keterangan:

R = Rate of Return (ROE atau ROA)

OWN= variabel kepemilikan, dengan melihat kepemilikan terbesar adalah berapa persen

LOG (TA)= Log natural dari Total Aset

LST= Lamanya perusahaan listed

LIQ= Likuiditas perusahaan

DER = *Debt to Equity Ratio*

Sementara itu untuk pengujian terkait adanya hubungan non linear, maka model persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

Jika menggunakan konsentrasi kepemilikan rendah sebagai dasar

$$R = \alpha_1 + \alpha_2 * OWN_2 + \alpha_3 * OWN_3 + \varepsilon \dots\dots\dots (3)$$

Jika menggunakan konsentrasi kepemilikan menengah sebagai dasar

$$R = \alpha_1 + \alpha_2 * OWN_2 + \alpha_3 * OWN_3 + \varepsilon \dots\dots\dots (4)$$

3.4. Metode Analisis Data

Peneliti menguji hubungan simultan dan kemungkinan adanya hubungan non linear menggunakan metode 2-SLS dan ketika ditemukan masalah heterokedastisitas dan autokorelasi atas model parameter serta standar error yang tinggi, maka dilakukan juga metode analisis regresi dengan *Generalized Method of Moments* (GMM).

4. Hasil Penelitian

4.1. Statistika Deskriptif

Untuk melihat keunggulan kompetitif masing-masing industri pelayaran antar negara sampel, Peneliti juga mengolah hasil statistika deskriptif untuk tiap Negara Big 5 Asean pada tahun 2014. Nilai *mean* ROA dalam sampel penelitian sebesar 0.0177. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan ROA perusahaan *shipping* secara global pada tahun 2009 yaitu sebesar 5.495% berdasarkan penelitian Tsionas et al pada 2011. Hal ini menandakan bahwa performa perusahaan pelayaran di Negara *Big 5 Asean* masih berada cukup jauh dibawah rata-rata performa perusahaan pelayaran di dunia. Jika melihat rata-rata per Negara *Big 5 Asean* pada tahun 2014, maka performa keuangan perusahaan shipping di Thailand merupakan yang paling rendah yaitu sebesar 1.53% untuk ROA. ROA perusahaan pelayaran di Singapura menduduki peringkat nomor satu dengan 5.04%. Berdasarkan hasil tersebut juga dapat dilihat bahwa perusahaan *shipping* Indonesia masih cukup bersaing dibandingkan dengan perusahaan shipping di negara Asean yang lain yaitu dengan ROA sebesar 3.96% dan menempati peringkat ketiga setelah Singapura dan Malaysia. Hal ini baik mengingat cita-cita Indonesia untuk menjadi negara poros maritim dunia. ROE paling tinggi adalah Malaysia dengan 8.77%.

Rerata ukuran perusahaan yang dinilai dengan log natural atas total asset dalam sampel penelitian ini adalah sebesar 8.360 yang berada dibawah nilai rata-rata perusahaan shipping secara global, yaitu sebesar 10.437. Hal ini jelas mengindikasikan bahwa perusahaan pelayaran di Asean belum menjadi pemain utama dalam jalur distribusi perdagangan internasional. Jika dilihat dari perspektif Asean, perusahaan *shipping* Singapura secara rata-rata memiliki aset paling besar dan juga ROA paling besar. Hal ini menandakan kinerja yg efektif dalam hal utilisasi aset berupa kapal misalnya. Singapura juga merupakan negara maju dan telah berkecimpung di industri *shipping* sejak periode 1970-an, dengan banyaknya insentif yang diberikan pemerintah, maka wajar jika industri maritim Singapura telah menemukan *economies of scale*-nya.

Nilai *mean* atas konsentrasi kepemilikan perusahaan sampel yang dinilai menggunakan persentase kepemilikan saham dari *major shareholder* adalah sebesar 44.4% berada diatas rata-rata global sebesar 31.149%. Hal ini membuktikan bahwa perusahaan pelayaran di Negara Big 5 Asean sama lebih terkonsentrasi dalam hal kepemilikan saham sesuai dengan hasil penelitian Claessens et al(2000).

Rata-rata umur perusahaan pelayaran yang beroperasi di Negara Big 5 Asean adalah 28 tahun yang membuktikan bahwa umur perusahaan pelayaran umumnya sudah cukup tua dan seharusnya sudah berada pada tahapan mature. Sementara itu rata-rata lamanya perusahaan sudah terdaftar sebagai perusahaan publik adalah 10 tahun. Hal ini juga berarti secara rata-rata, perusahaan pelayaran di Asean baru akan memutuskan untuk mulai membuka peluang investasi pada publik setelah 2 dasawarsa berlalu.

4.2. Hasil Regresi

Konsentrasi kepemilikan memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan pelayaran dibuktikan dengan hubungan antara OWN dengan ROA yang memiliki koefisien korelasi 0.680 dengan p value sebesar 0.031 serta OWN dengan ROE yang memiliki koefisien korelasi 1.477 dengan p value sebesar 0.012 menandakan adanya hubungan positif kuat diantara keduanya (signifikan pada alpha 5%). Selain itu konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan pelayaran memiliki hubungan yang simultan, terbukti dengan hasil uji endogeneity dengan p value yang seluruhnya bernilai dibawah 0.05. Konsentrasi kepemilikan terbukti tidak memiliki hubungan non linear dengan kinerja keuangan perusahaan pelayaran, berdasarkan hasil regresi atas model 3 diketahui bahwa variabel OWN2 maupun OWN3 memiliki p-value diatas 10% yang menandakan tidak adanya hubungan non linear antara OWN2 maupun OWN3 terhadap performa keuangan perusahaan shipping.

Berdasarkan hasil regresi, variabel DER, tingkat likuiditas, dan total aset secara signifikan berpengaruh terhadap performa keuangan perusahaan dan konsentrasi kepemilikan perusahaan, sementara variabel LST memiliki p-value yang berada diatas 10% sehingga tidak memiliki pengaruh signifikan. Walaupun tidak terbukti adanya hubungan non linear antara konsentrasi kepemilikan dengan performa keuangan, perusahaan pelayaran tetap dapat melakukan mekanisme CG seperti CEO yang berasal dari keluarga pendiri perusahaan dan keberadaan Direktur Independen.

5. Kesimpulan, Keterbatasan Penelitian, Saran, dan Implikasi Penelitian

5.1. Kesimpulan

Bermula dari adanya pemisahan peran antara pemilik modal dengan manajemen perusahaan, muncul suatu masalah yang saat ini dikenal sebagai agency problem. Ada kalanya keputusan yang diambil oleh manajemen justru mencederai kepentingan pemilik saham, hal ini dapat terjadi karena minimnya fungsi monitoring yang dilakukan oleh pemilik modal. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan pada suatu kubu tertentu, fungsi monitoring tersebut dapat lebih ditingkatkan dan bahkan pemilik saham minoritas dapat ‘menitipkan’ peran pengawasan tersebut pada pemilik saham mayoritas. Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa konsentrasi kepemilikan merupakan salah satu mekanisme tata kelola perusahaan yang dapat dilakukan untuk memitigasi masalah keagenan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Grossman dan Hart (1980) serta Shleifer dan Vishny (1986).

Namun dengan kepemilikan yang terkonsentrasi, justru dalam beberapa kasus muncul permasalahan baru yaitu adanya penyelewengan wewenang yang dilakukan oleh pemilik saham mayoritas untuk melakukan ekspropriasi atas aset perusahaan sehingga berujung pada kondisi dimana hak-hak pemilik saham

mayoritas terabaikan (Claessens et al, 2000; Zhang, 2004). Namun jika melihat pada faktor spesifik seperti industri, beberapa penelitian justru menunjukkan bahwa bagi beberapa sektor usaha tertentu, konsentrasi kepemilikan justru memberikan dampak positif bagi performa keuangan perusahaan, salah satunya adalah industri pelayaran (*shipping*). Tsionas et al (2011) menyebutkan bahwa dengan adanya keunikan pada industri shipping yang memiliki volatilitas tinggi karena sifatnya yang global dan sangat dipengaruhi oleh permintaan dari aktivitas perdagangan internasional, unsur kepemilikan keluarga yang kuat, jenis bisnis yang terspesifikasi, serta tingkat hutang (*leverage*) yang tinggi dengan tingkat *tangibility* yang besar, kepemilikan yang terkonsentrasi pada suatu kubu tertentu justru dapat mengakomodasi keunikan tersebut.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah benar faktor konsentrasi kepemilikan dapat digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan khususnya di industri maritim atau *shipping*. Terlebih karena Indonesia merupakan salah satu negara yang luas wilayahnya didominasi oleh perairan sehingga bercita-cita menjadi salah satu poros maritim dunia. Dengan adanya mekanisme tata kelola perusahaan seperti ini tentunya dapat membantu Pemerintah dan pengusaha shipping di Indonesia untuk mewujudkan salah satu nawacita tersebut. Selain itu penelitian ini juga bertujuan untuk membuktikan bahwa secara natural struktur kepemilikan perusahaan shipping akan cenderung terkonsentrasi, membuktikan bahwa karakteristik perusahaan di Asia Timur termasuk Indonesia, Singapura, Malaysia, Thailand, dan Filipina yang terkonsentrasi dan didominasi oleh pengaruh keluarga justru berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan pelayaran, dan mengetahui masalah dan ancaman yang ditimbulkan dengan adanya konsentrasi kepemilikan pada perusahaan pelayaran dan mekanisme tata kelola perusahaan untuk memitigasinya.

Hasil dari penelitian ini adalah terdapat adanya hubungan marginal positif antara konsentrasi kepemilikan dengan performa keuangan perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan konsentrasi kepemilikan dapat meningkatkan performa. Walaupun demikian, untuk meningkatkan kinerja, ada beberapa mekanisme tata kelola perusahaan lain yang dapat dilakukan agar performa keuangan perusahaan dapat semakin meningkat.

Mekanisme tata kelola perusahaan yang terbukti dapat dilakukan untuk mengakomodir hubungan non linear tersebut khususnya di industri maritim antara lain CEO yang berasal dari keluarga pendiri perusahaan dan keberadaan Direktur Independen (Randoy et al, 2003). Andrikopoulos et al (2012) juga membuktikan bahwa pengungkapan via internet yang dilakukan oleh perusahaan *shipping* dapat diandalkan oleh pemilik saham minoritas perusahaan, dibandingkan harus terlibat langsung dalam manajemen perusahaan (Anderou, 2012). Luo dan Liu (2014) juga membuktikan bahwa penanaman nilai-

nilai perusahaan pada setiap pegawai perusahaan termasuk manajemen kunci perusahaan dapat menurunkan *entrenchment effect*.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Peneliti memiliki akses yang terbatas terhadap laporan keuangan serta laporan tahunan dari perusahaan-perusahaan shipping yang ada di Asean. Bahkan Peneliti juga menemui kesulitan untuk mendapatkan nama perusahaan berdasarkan sektor usaha yaitu transportasi laut dari tiap bursa efek di masing-masing negara. Ada website bursa efek yang memiliki direktori jelas sehingga memudahkan pengunjungnya untuk mengetahui perusahaan terdaftar yang merupakan perusahaan shipping atau bukan. Namun ada juga bursa efek yang tidak menyediakan hal tersebut sehingga peneliti harus melakukan pencarian secara manual dari daftar anggota asosiasi pemilik kapal di masing-masing negara dan mencari tahu apakah perusahaan tersebut merupakan perusahaan publik atau bukan. Hal ini menyebabkan adanya kemungkinan bahwa tidak semua perusahaan pelayaran yang terdaftar secara publik di negara Big 5 Asean masuk menjadi sampel dalam penelitian ini. Peneliti juga mengalami kesulitan dalam mencari data terkait struktur kepemilikan dari perusahaan sampel, karena data kepemilikan yang ada dalam Database Thomson Reuters hanya menampilkan struktur kepemilikan yang paling update dan tidak terdapat data historikal atas kepemilikan tersebut. Konsentrasi kepemilikan diukur menggunakan persentase kepemilikan oleh pemilik saham mayoritas karena hal ini merupakan cara yang paling simpel untuk dilakukan. Namun peneliti tidak dapat mengukur *control rights* dan membandingkannya dengan *cash flow rights* dari pemilik saham. Selain itu peneliti tidak dapat mengidentifikasi adanya kepemilikan tidak langsung (*cross holding ownership*).

5.3. Saran untuk Penelitian Selanjutnya

1. Penelitian selanjutnya sebaiknya dapat memastikan bahwa seluruh perusahaan *shipping* yang terdaftar di bursa efek masing-masing negara memang telah dimasukkan dalam sampel penelitian. Hal ini dapat dilakukan dengan mencari sumber informasi lain seperti data industri atau market dari database Thomson Reuters atau database lainnya seperti Osiris.
2. Penelitian selanjutnya sebaiknya dapat memperoleh data terkait struktur kepemilikan saham dari database yang memiliki data historikal terkait hal tersebut, sehingga jumlah sampel penelitian dapat lebih ditingkatkan.
3. Penelitian selanjutnya sebaiknya mengukur variabel konsentrasi kepemilikan dengan tetap mempertimbangkan adanya kepemilikan tidak langsung sehingga dapat mengukur dan melihat perbedaan antara *control rights* dengan *cash flow rights*. Hal ini juga penting agar kemungkinan terjadinya ekspropriasi aset oleh pemilik saham mayoritas dapat dimitigasi (Yanuar, 2011).

4. Penelitian selanjutnya dapat diarahkan untuk mulai mengukur efektivitas dari mekanisme tata kelola perusahaan khusus untuk industri pelayaran seperti CEO yang berasal dari keluarga pendiri perusahaan, keberadaan Direktur Independen, pengungkapan via internet, serta adanya penanaman nilai-nilai perusahaan pada setiap pegawai perusahaan termasuk manajemen kunci perusahaan.

5.4. Implikasi Penelitian

Saran bagi Akademisi dan Pemerintah, agar hasil penelitian ini dapat menjadi masukan dalam memberlakukan kebijakan khususnya terkait tata kelola perusahaan bagi perusahaan di industri pelayaran sehingga dapat tetap menghasilkan kinerja maksimal dan tetap melindungi kepentingan seluruh stakeholder perusahaan. Hal ini dapat dilakukan dengan memperhatikan beberapa mekanisme tata kelola perusahaan lain yang harus dilakukan agar performa keuangan perusahaan dapat semakin meningkat diantaranya keberadaan Direktur Independen, pengungkapan via internet, serta adanya penanaman nilai-nilai perusahaan pada setiap pegawai perusahaan termasuk manajemen kunci perusahaan.

Selain itu hasil penelitian ini juga memperlihatkan fakta bahwa walaupun Indonesia merupakan negara maritim, namun perusahaan *shipping* Indonesia masih kalah bersaing dibanding dengan negara Big 5 Asean lainnya. Hal ini perlu menjadi bahan introspeksi bagi Pemerintah terkait insentif yang perlu diberikan bagi perusahaan shipping agar bisa lebih bersaing khususnya menyambut era Masyarakat Ekonomi Asean, misalnya dengan pemberian insentif pajak atau kemudahan dalam hal pembiayaan agar perusahaan pelayaran lokal dapat melakukan ekspansi usaha seperti yang telah dilakukan oleh negara Big 5 Asean lainnya.

Saran bagi investor/lembaga pembiayaan adalah agar tidak perlu lagi khawatir terhadap aspek negatif dari konsentrasi kepemilikan yang memang sudah merupakan nature dari perusahaan shipping. Dengan adanya mekanisme tata keola perusahaan yang lain, hal ini justru dapat memberikan pengaruh positif bagi kinerja operasional serta keuangan perusahaan pelayaran.

Saran bagi manajemen perusahaan yang bergerak di industri *shipping* adalah diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan masukan terkait mekanisme tata kelola perusahaan yang dapat digunakan untuk mencapai performa terbaik perusahaan dan konsentrasi kepemilikan dapat dimanfaatkan sebaik-baiknya untuk fungsi monitoring yang lebih baik dalam menghadapi volatilitas dan kondisi industri yang spesifik.

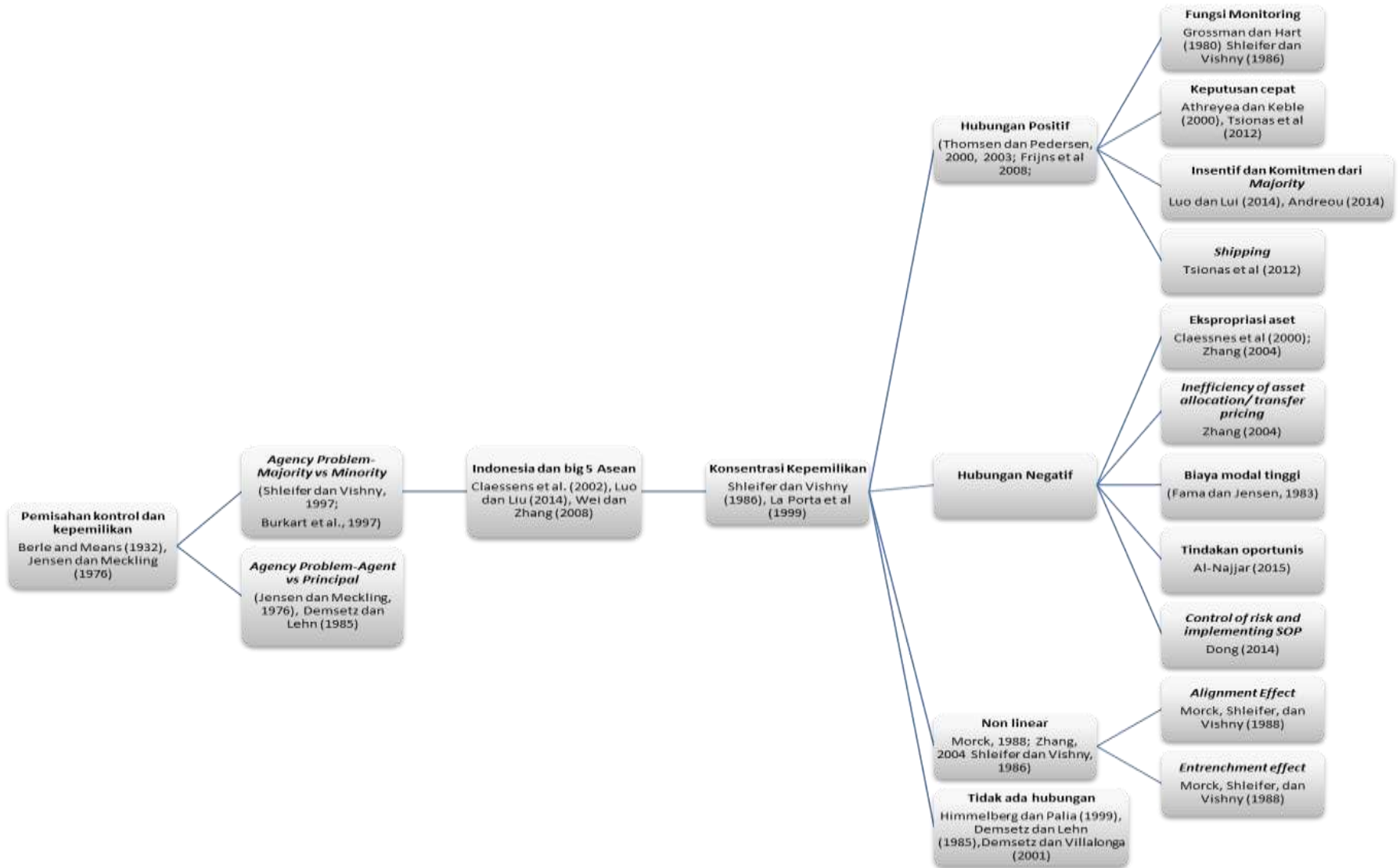
Daftar Pustaka

- Andreou, Panayiotis C, Christodoulos Louca, Photis M. Panayides. 2014. Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review* Volume 63, March 2014, Pages 59–78
- Andrikopoulos, Andreas, Anna A. Merika, Anna Triantafyllou, Andreas G. Merikas. 2013. *Internet disclosure and corporate performance: A case study of the international shipping industry*. *Transportation Research Part A: Policy and Practice* Volume 47, January 2013, Pages 141–152
- Al-Najjar, Basil. 2015. Does ownership matter in publicly listed tourism firms? Evidence from Jordan. *Tourism Management* Volume 49, August 2015, Pages 87–96
- Alexandrou, George, Dimitrios Gounopoulos, Hardy M. Thomas. 2014. *Mergers and acquisitions in shipping*. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review* Volume 61, January 2014, Pages 212–234
- Athreya, Suma, David Keeble. 2000. *Technological convergence, globalisation and ownership in the UK computer industry*. *Technovation* Volume 20, Issue 5, May 2000, Pages 227–245
- Badan Pusat Statistik. 2006. *Hasil Pendaftaran (Listing) Perusahaan/Usaha Sensus Ekonomi 2006*. http://www.bps.go.id/brs_file/se06-02jan07.pdf
- Cho, Myeong-Hyeon. 1998. Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, p 103-121
- C.P. Himmelberg, R.G. Hubbard, D. Palia. 1999. *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between owner-ship and performance*. *Journal of Financial, Economics*, 53 (3) (1999), pp. 353–384
- Dong et al. 2014. *Ownership structure and risk-taking: Comparative evidence from private and state-controlled banks in China*. *International Review of Financial Analysis* Volume 36, December 2014, Pages 120–130
- Drobetz ,Wolfgang, Andreas Merikas, Anna Merika, Mike G. Tsionas. 2014. *Corporate social responsibility disclosure: The case of international shipping*. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review* Volume 71, November 2014, Pages 18–44

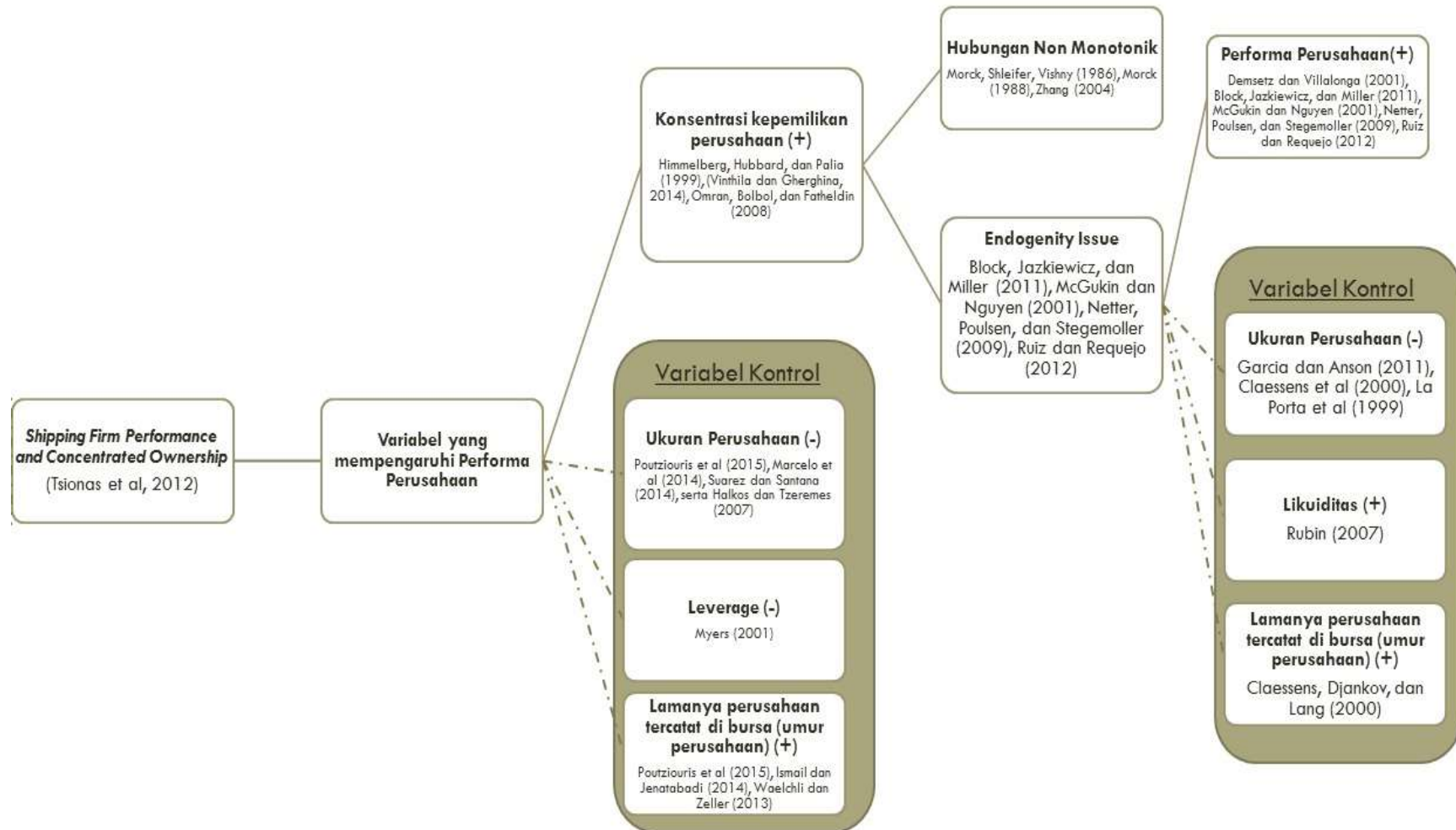
- E.F. Fama, M.C. Jensen. 1983. *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, 26 (1983), pp. 301–325
- G. Vintilă dan Ș. Gherghina. 2014. *The Impact of Ownership Concentration on Firm Value. Empirical Study of the Bucharest Stock Exchange Listed Companies*. Procedia Economics and Finance Volume 15, 2014, Pages 271–279 Emerging Markets Queries in Finance and Business (EMQ 2013)
- H. Demsetz, B. Villalonga. 2001. *Ownership structure and corporate performance*. Journal of Corporate Finance, 7 (3) (2001), pp. 209–233
- Jensen, Michael C and William H Meckling. 1976. *Theory of The Firm: Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, October 1976, Volume 3 No. 4, pp 305-360
- Joern H. Block, Peter Jaskiewicz, dan Danny Miller. 2011. *Ownership versus management effects on performance in family and founder companies: A Bayesian reconciliation*. Journal of Family Business Strategy Volume 2, Issue 4, December 2011, Pages 232–245
- Kim, Euysung. 2006. *The impact of family ownership and capital structures on productivity performance of Korean manufacturing firms: Corporate governance and the “chaebol problem”*. Journal of the Japanese and International Economies Volume 20, Issue 2, June 2006, Pages 209–233.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez De Silanes, dan Andrei Shleifer. 1999. *Corporate Ownership Around The World*. The Journal of Finance Vol LIV No.2, April 1999, Pages 471-517
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, dan Robert W Vishny. 1988. *Management Ownership and Market Valuation*. Journal of Financial Economics 20 (1988), Pages 293- 315
- McConnell, John J, Henri Servaes. 1995. *Equity ownership and the two faces of debt*. Journal of Financial Economics Volume 39, Issue 1, September 1995, Pages 131–157
- M. Omrana, A. Bolbol, Ayten Fatheldin. 2008. *Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter?* International Review of Law and Economics Volume 28, Issue 1, March 2008, Pages 32–45
- M. Tsionas, A.G. Merikas, Anna A. Merika. 2012. *Concentrated ownership and corporate performance revisited: The case of shipping*. Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review Volume 48, Issue 4, July 2012, Pages 843–852

- P. Andreou , C. Louca , Photis M. Panayides. 2014. *Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry*. Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review Volume 63, March 2014, Pages 59–78
- Poutziouris, Poutziouris, Christos S. Savva, dan Elias Hadjielias. *Family involvement and firm performance: Evidence from UK listed firm*. Journal of Family Business Strategy Volume 6, Issue 1, March 2015, Pages 14–32
- Randoy, T., Down, J., Jenssen, J., 2003. *Corporate governance and board effectiveness in maritime firms*. Journal Maritime Economics and Logistic Part 5, Pages 23–39.
- S. Claessens, S. Djankov, Larry H.P Lang. 2000. *The separation of ownership and control in East Asian Corporations*. Journal of Financial Economics. Volume 58, Issues 1–2, 2000, Pages 81–112
- Schröder , Henning, Wolfgang Drobetz, Dimitrios Gounopoulos, dan Andreas Merikas. 2013. *Capital structure decisions of globally-listed shipping companies*. Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review Volume 52, June 2013, Pages 49–76 Special Issue I: Maritime Financial Management
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny. 1986. *Large Shareholders and Corporate Control*. Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 3, Part 1 (Jun., 1986), pp. 461-488
- Utama, Cynthia Afriani. 2012. *Company Disclosure In Indonesia: Corporate Governance Practice, Ownership Structure, Competition, and Total Assets*. Asia Journal of Business and Accounting, 5 (1), p 75-108
- Zhang, Rongrong. 2004. *The Benefits and Costs of Concentrated Ownership of Firms in East Asia and Western European Economies: A Simultaneous Equations Approach*. A Dissertation Presented for the Doctor of Philosophy Degree The University of Tennessee, Knoxville

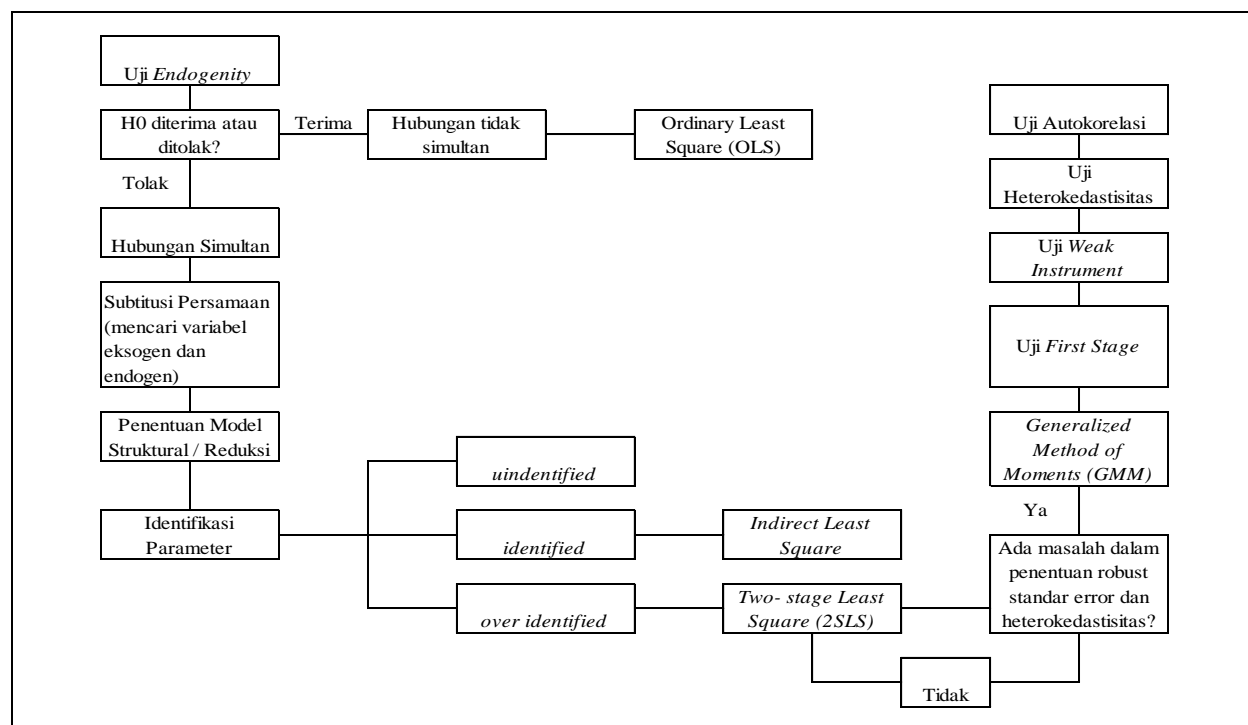
Gambar 2.1: Kerangka Konseptual Penelitian



Gambar 3.1: Kerangka Pengembangan Hipotesis



Gambar 3.2: Alur Penelitian



Tabel 4.3 Hasil statistika deskriptif per Negara Big 5 Asean tahun 2008-2015

Description	ROA	ROE	Log (TA)	LST	OWN	OPR	DER	LIQ
Mean								
Indonesia	0,0396	0,0270	8,2581	7,3750	0,5730	29,0625	0,8209	2,4260
Malaysia	0,04573846	0,0876964	8,51111864	14,090909	0,36328182	40,5454545	0,52867114	1,87178971
Singapore	0,0504	0,0618	8,7681	6,4286	0,4047	22,1429	0,8275	1,8324
Thailand	0,0153	0,0196	8,3831	17,2000	0,2951	31,8000	0,8796	0,9028
Philippine	0,0251	0,0556	7,9711	12,6667	0,6594	44,3333	0,9555	0,9928
Max	0,0504	0,0877	8,7681	17,2000	0,6594	44,3333	0,9555	2,4260
Min	0,0153	0,0196	7,9711	6,4286	0,2951	22,1429	0,5287	0,9028
Mean	0,02945012	0,0432659	8,40126512	10,534884	0,46755116	32,4883721	0,71610392	1,85895805
Median	0,02981884	0,0595476	8,40261109	6	0,4304	28	0,60262276	1,17104909
StdDev	0,09750868	0,1520776	0,60674758	11,229953	0,22091827	27,694225	0,84781497	3,25234167

Tabel 4.7 Hasil Uji 2-SLS Model 1 dan 2 (Konsentrasi Kepemilikan dan ROA atau ROE)

Model 1.1			Model 2.1			Model 1.2			Model 2.2		
Dep. ROA			Dep. OWN			Dep. ROE			Dep. OWN		
Const	-0,5777		Const	0,0856		Const	-1,2402		Const	0,0434	
	0,0134	**		0,3259			0,0264	**		0,4075	
OWN	0,6801		ROA	0,4718		OWN	1,4777		ROE	0,2015	
	0,0031	***		0,0458	**		0,0122	**		0,0312	**
DER	-0,0717		LIQ	-0,0075		DER	-0,1792		LIQ	-0,0079	
	0,0024	***		0,0000	***		0,0027	***		0,0000	***
Log TA	0,0429		Log TA	0,0579		Log TA	0,0919		Log TA	0,0642	
	0,0220	**		0,0049	***		0,0289	**		0,0026	***
LST	-0,0008		LST	-0,0020		LST	-0,0013		LST	-0,0022	
	0,1701			0,2653			0,2185			0,2409	

Tabel 4.8 Hasil Uji 2-SLS Model 3 (Hubungan non linear)

Model 3.1		Model 3.2	
Dep. ROA		Dep. ROE	
	Koefisien		Koefisien
Const	0.563738	Const	0.563738
	(0.4130)		(0.3380)
OWN2	0.701611	OWN2	0.701611
	(0.3060)		(0.1710)
OWN3	0.691228	OWN3	0.691228
	(0.2850)		(0.1590)
DER	-0.08464	DER	-0.08464
	(0.1910)		(0.0770)
LOG (TA)	-0.12937	LOG (TA)	-0.12937
	(0.3470)		(0.2530)
LST	0.006334	LST	0.006334
	(0.4300)		(0.3450)

Keterangan:

*, **, *** Signifikan pada *alpha* 10%, 5%, 1%, secara berturut-turut

- R = Rate of Return (ROE atau ROA)
 OWN = Persentase kepemilikan majority shareholder
 LOG (TA) = Log natural dari Total Aset
 LST = Lamanya perusahaan listed
 LIQ = Likuiditas perusahaan
 DER = *Debt to Equity Ratio*

- OWN1 = 1 untuk kepemilikan pemegang saham mayoritas sebesar 0-20%
- OWN2 = 1 untuk kepemilikan pemegang saham mayoritas sebesar 20.1-50%
- OWN3 = 1 untuk kepemilikan pemegang saham mayoritas diatas 50%