

PENGARUH *INSTITUTIONAL OWNERSHIP* TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DIMODERASI DENGAN *STATE OWNERSHIP* PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Rahmat Setiawan¹, Putri Ridhotul Uliyah²,

¹Rahmat Setiawan, Universitas Airlangga

²Putri Ridhotul Uliyah, Universitas Airlangga

Email : *¹putri.ridhotul.uliyah-2018@feb.unair.ac.id

Abstract

This study aims to examine the effect of institutional ownership moderated by state ownership on the performance of companies listed on the Indonesian stock exchange. The sample of this research is manufacturing companies listed on the Indonesian stock exchange in 2014-2018, with a total sample of 78 companies. In this study, the data collection method used purposive sampling method with analytical tools using SPSS version 20. The results showed that (1) institutional ownership has a positive effect on company performance, calculated by Tobin's Q (2) the moderating effect of state ownership can weaken the positive influence of institutional ownership on company performance.

Keywords : *Performance, Institutional Ownership, State Ownership, Size, Leverage*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *institutional ownership* yang dimoderasi dengan *state ownership* terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia tahun 2014-2018, dengan total sampel sebanyak 78 perusahaan. Dalam penelitian ini, metode pengumpulan data menggunakan metode *purposive sampling* dengan alat analisis menggunakan SPSS versi 20. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) *institutional ownership* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dihitung dengan Tobin's Q (2) efek moderasi dari *state ownership* dapat memperlemah pengaruh positif *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan.

Kata Kunci: *Kinerja Perusahaan, Institutional Ownership, State Ownership, Size, Leverage*

PENDAHULUAN

Institutional Ownership dianggap dapat memonitor kinerja manajemen. *Institutional Ownership* yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku opportunistik seorang manajer, yaitu sikap manajer yang melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Dalam proses memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (pemilik perusahaan) yang sering disebut *agency problem*. *Institutional Ownership* merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institutional pada perusahaan, seperti perusahaan investasi, bank, asuransi, dan dana pensiun (Kennelly 2000).

Tidak jarang pihak manajemen yaitu manajer perusahaan mempunyai tujuan dan kepentingan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham. Hal tersebut dapat terjadi karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manajer karena apa yang dilakukan manajer tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan. Ini menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan berpengaruh terhadap harga saham dan akan menurunkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Selain mengkaji pengaruh *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan, penelitian ini juga mengkaji pengaruh moderasi *state ownership* pada *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan. Di Indonesia juga terdapat Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang merupakan porsi kepemilikan dalam suatu perusahaan atau badan yang didominasi oleh pemerintah biasa disebut dengan kepemilikan pemerintah. Dalam hal ini pemerintah memiliki hak dalam mengatur kegiatan usaha.

Berdasarkan penelitian Vickers dan Yarrow (1991), perusahaan BUMN di negara maju seperti Italia, cenderung mengutamakan kesejahteraan sosial. Kesejahteraan sosial yang dimaksud adalah fokus pada kepentingan umum, memperluas lapangan dan kesempatan kerja, dan menambah pendapatan negara. Berbeda dengan perusahaan milik swasta yang mengedepankan proyek yang memaksimalkan keuntungan atau laba demi meningkatkan nilai perusahaan (Friedman, 1970).

Berdasarkan penelusuran dapat ditemukan penelitian yang membahas tentang pengaruh *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan seperti: Panda & Leepsa (2017) yang menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil uji menunjukkan bahwa keterlibatan kepemilikan institusional oleh lembaga yang tahan tekanan dan asing memiliki efek yang kuat dan positif, sementara keterlibatan kepemilikan oleh institusi yang peka terhadap tekanan memiliki dampak buruk terhadap kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar di India.

Selain itu, penelitian Setiawan & Syarif (2016) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi memiliki kinerja yang baik. Hal ini dibuktikan berdasarkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (ROA dan Tobin's Q). Sejauh penelusuran penulis, belum ada penelitian yang meneliti efek dari moderasi *state ownership* pada *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan, terutama pada perusahaan di Indonesia, dimana diketahui bahwa Indonesia merupakan negara yang berkembang dengan pasar yang terkonsentrasi. Oleh sebab itu, penelitian tentang efek moderasi *state ownership* pada pengaruh *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan menjadi hal yang menarik untuk diteliti.

TINJAUAN LITERATUR

Teori Keagenan

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agent tersebut (Jensen & Meckling, 1976). Sedangkan Hendriksen dan Michael (2000), menyatakan agen menutup kontrak untuk melakukan tugas-tugas tertentu bagi prinsipal dan prinsipal menutup kontrak untuk memberi imbalan kepada agen. Analoginya seperti antara pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan.

Pemisahan dalam teori keagenan ini menandakan pemilik tidak lagi terlibat dalam pengelolaan perusahaan karena telah dialihkan kepada agen. Pihak *principal* hanya bertindak sebagai pengawas dengan memonitor kinerja perusahaan melalui laporan yang diberikan oleh agen. *Agency theory* memandang bahwa manajemen perusahaan sebagai agen bagi

pemegang saham akan bertindak dengan penuh kesadaran bagi kepentingannya sendiri, bukan sebagai pihak yang arif dan bijaksana serta adil terhadap pemegang saham (Daniri, 2005).

Teori Keagenan dapat menjelaskan fenomena masalah keagenan di Indonesia, khususnya di dalam struktur kepemilikan. Shleifer & Vishny (1986) menjelaskan bahwa manajer mengendalikan perusahaan dan masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham dan manajer. Masalah ini disebut sebagai *Agency Problem I*.

Selanjutnya, pemegang saham mengelompokkan diri menjadi pemegang saham pengendali untuk mengawasi manajer agar manajer menjalankan perusahaan demi kepentingan terbaik para pemegang saham. Akan tetapi, pemegang saham pengendali meminta manajer untuk membuat keputusan yang menguntungkan diri sendiri seperti pembagian deviden khusus. Hal ini merugikan pemegang saham non pengendali. Dalam hal demikian, masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Konflik seperti ini disebut *Agency Problem II*.

Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merupakan tingkat keberhasilan manajemen mengelola sumber daya perusahaan, terutama berkaitan dengan investasi yang dikelola untuk memberikan kesejahteraan para pemegang saham (Elizabeth, 2000).

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan perusahaan merupakan hubungan dari pemisahan kepemilikan dan pengendalian pada perusahaan. Perusahaan yang dimiliki dan dikelola secara penuh oleh seorang pemilik, maka keputusan operasional perusahaan akan memaksimalkan kepentingan pemilik. Saat perusahaan memerlukan tambahan dana dan menjual klaim atas modal perusahaan kepada publik/pihak lain, hal tersebut akan terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan dan memiliki perbedaan antara kepentingan manajer (pemilik) dengan kepentingan pemegang saham lain (Jensen & Meckling, 1976).

Kepemilikan Institutional

Kepemilikan institusional adalah tingkat kepemilikan saham oleh institusi dalam perusahaan, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki oleh institusional pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persentase (Oemar, 2016). Kepemilikan institusional ditunjukkan dengan tingginya persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusi. Yang dimaksud dengan pihak institusi dalam hal ini berupa LSM, perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi maupun perusahaan swasta (Guo & Platikanov, 2019).

H_1 : *Institutional Ownership* berpengaruh positif terhadap Kinerja Perusahaan.

Kepemilikan Pemerintah

Kepemilikan pemerintah adalah jumlah saham yang dimiliki oleh pemerintah sebagai wakil negara dalam suatu perusahaan. Menurut (Guo & Platikanov, 2019), kepemilikan pemerintah adalah keadaan ketika pemerintah memiliki saham perusahaan. Pemerintah yang memiliki porsi kepemilikan maka memiliki peran yang besar dalam kegiatan operasional dari perusahaan milik negara dan bertanggung jawab dalam mengelola serta mengatur perusahaan untuk mendapatkan keuntungan demi tercapainya kesejahteraan masyarakat.

H_2 : *State Ownership* memperlemah pengaruh positif *Institutional Ownership* terhadap Kinerja Perusahaan.

Size

Ukuran perusahaan merupakan besarnya aset yang dimiliki perusahaan, dimana perusahaan dengan ukuran yang lebih besar berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan karena *agency cost* yang lebih tinggi, dan cenderung kurang fleksibel dalam merespon perubahan pada kondisi pasar, namun perusahaan dengan ukuran besar juga memiliki kemungkinan untuk mendapatkan keuntungan dari skala ekonomi, hal ini membuat kinerja perusahaan akan meningkat (Sun & Tong, 2003).

Leverage

Leverage mencerminkan risiko keuangan suatu perusahaan yang dapat menggambarkan struktur modal dan mengetahui risiko tak tertagihnya utang perusahaan.

perusahaan dengan rasio leverage yang tinggi memiliki kewajiban untuk melakukan ungkapan yang lebih luas dari pada perusahaan dengan rasio *leverage* yang rendah, semakin tinggi *leverage*, kemungkinan besar perusahaan akan mengalami pelanggaran terhadap kontrak utang, maka *stakeholder* akan berusaha untuk konservatif dalam pengambilan keputusannya untuk berinvestasi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, yaitu pendekatan penelitian yang memiliki nilai dan menggunakan data-data terukur serta analisis data dengan prosedur statistik dengan tujuan mengukur variabel yang sedang diteliti dan menghasilkan kesimpulan yang dapat digeneralisasikan.

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari publikasi yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) berupa laporan keuangan manufaktur dengan periode penelitian 2014-2018. Data yang digunakan diperoleh dari laman web resmi Bursa Efek Indonesia, yaitu: www.idx.co.id. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Metode ini merupakan metode pengambilan sampel dengan kriteria tertentu, yaitu: Pertama, perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kedua, perusahaan merupakan perusahaan manufaktur. Ketiga, perusahaan yang termasuk dalam kategori *institutional ownership*. Keempat, perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan yang berakhir pada 31 Desember pada tahun 2014-2018, dan kelima, laporan keuangan disajikan dalam mata uang rupiah

Adapun model penelitian ini dengan formulasi persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Model 1 : } Tobin_{i,t} = \alpha + \beta_1 Inst_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{Model 2 : } Tobin_{i,t} = \alpha + \beta_1 Inst_{i,t} + \beta_2 Sate_{i,t} + \beta_3 Inst_{i,t} * State_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

dimana, α adalah konstanta; $Tobin_{i,t}$ adalah profitabilitas pada perusahaan i tahun ke t ; $Inst_{i,t}$ adalah kepemilikan institusi pada perusahaan i tahun ke t ; $state_{i,t}$ adalah kepemilikan pemerintah pada perusahaan i tahun ke t ; $SIZE_{i,t}$ adalah ukuran perusahaan pada perusahaan i tahun ke t ; $LEV_{i,t}$ adalah tingkat hutang pada perusahaan i tahun ke t ; dan ε adalah *error*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai karakteristik variabel yang diamati. Hasil analisis statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TOBINS	390	0,07	3,59	1,41	4,58
<i>Institutional ownership (IO)</i>	390	0,00	9,82	3,74	31,44
<i>State Ownership (SO)</i>	390	0,00	1,00	0,013	0,11
<i>IO*SO</i>	390	0,00	89,47	6,60	20,19
<i>Size</i>	390	1,17	14,54	12,15	1,313
<i>Leverage</i>	390	0,01	96,71	7,64	17,29
<i>Valid N (listwise)</i>	390				

Sumber: Hasil Output SPSS

Hasil Analisis Regresi Linear

Pengujian hipotesis menggunakan regresi linier berganda melibatkan dengan variabel dependen yaitu kinerja perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q, variabel independen yaitu *Institutional Ownership* dan variabel moderasi yaitu *State ownership* (kepemilikan pemerintah). Adapun variabel kontrol dalam penelitian ini adalah *Size* (ukuran perusahaan) dan *Leverage* (tingkat utang perusahaan).

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Linear

	MODEL 1	MODEL 2
<i>Constant</i>	4,839	5,775
<i>Institutional Ownership (IO)</i>	(2,111)	(2,467)
	0,002	0,002
<i>State Ownership (SO)</i>	(2,128)	(2,442)
<i>IO*SO</i>	-1,160	-0,002
	(-0,566)	(-2,060)
<i>Size</i>	-0,033	-0,040
	(-1,725)	(-2,058)
<i>Leverage</i>	0,000	-1,213
	(-0,080)	(-0,008)
N	390	390
R ²	0,019	0,31

signifikansi pada tingkat 5% , dan tanda kurung () adalah nilai t-statistik

Sumber: Hasil Output SPSS

Model 1 (tanpa moderasi) menunjukkan bahwa *Institutional Ownership* (kepemilikan institutional) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Tobin'sQ). Nilai koefisien regresi *Institutional Ownership* sebesar 0,002 dengan tingkat signifikansi 5% maka H_{01} ditolak dan H_{a1} diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin tinggi kinerja perusahaan. Variabel kontrol dalam penelitian ini yaitu *size* (ukuran perusahaan) berpengaruh negatif signifikan sedangkan *leverage* (tingkat utang perusahaan) berpengaruh positif tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa baik *size* (ukuran perusahaan) memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan, namun *Leverage* (tingkat utang perusahaan) tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan (Tobin'sQ).

Nilai R^2 pada Model 1 sebesar 0,019. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen hanya mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 1,9%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Model 2 (dengan moderasi) menunjukkan bahwa *institutional ownership* (kepemilikan institutional) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Tobin'sQ). Nilai koefisien regresi *institutional ownership* sebesar 0,002 dengan tingkat signifikansi 5% maka H_{01} ditolak dan H_{a1} diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional, maka akan semakin tinggi kinerja perusahaan. Variabel *State ownership* (kepemilikan pemerintah) berpengaruh negatif tidak signifikan, maka dapat dikatakan bahwa *state ownership* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Tobin'sQ). Hasil interaksi antara variabel *institutional ownership* dengan *state ownership* ($IO*SO$) berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan tingkat signifikansi 5%, maka H_{02} ditolak dan H_{a2} diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa *state ownership* memperlemah pengaruh positif *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan.

Variabel kontrol dalam penelitian ini yaitu *size* (ukuran perusahaan) berpengaruh negatif signifikan, sedangkan *leverage* (tingkat utang perusahaan) berpengaruh negatif tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa baik *size* (ukuran perusahaan) memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan namun *leverage* (tingkat utang perusahaan) tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan (Tobin'sQ). Nilai R^2 pada model 2 sebesar 0,31. Hal

ini menunjukkan bahwa variabel independen hanya mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 3,1%, sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil yang ditemukan oleh (Shleifer & Vishny, 1986) mengemukakan bahwa *institutional shareholders* memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Hal ini akan berpengaruh positif bagi perusahaan tersebut, baik dari segi peningkatan nilai perusahaan maupun peningkatan kinerja usaha. Crutchley dan Hansen (1999) menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi dapat digunakan mengurangi masalah keagenan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah.

Pengaruh Moderasi *State Ownership* pada Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil uji regresi menemukan bahwa kepemilikan pemerintah secara signifikan memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah akan dikendalikan oleh para birokrat memiliki tujuan bukan untuk mensejahterakan masyarakat dan perusahaan itu sendiri.

Disisi lain pemerintah juga dapat mengintervensi manajemen dalam pengelolaan perusahaan demi kepentingan pemerintah semata. Xu, Ph, Wang, & Ph (1999) mengemukakan bahwa pemerintah cenderung ingin menguasai mayoritas saham perusahaan dengan tujuan agar memiliki kemampuan untuk mengontrol dan mengendalikan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Oleh karena itu, dengan adanya kepemilikan pemerintah dalam perusahaan yang mampu mengendalikan dan mengawasi perusahaan membuat peran kepemilikan institusional semakin rendah, dengan begitu hal ini dapat menyebabkan penurunan kinerja pada perusahaan.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil yang diperoleh pada penelitian yang menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2014 sampai dengan 2018 dapat disimpulkan bahwa (1) *Institutional Ownership* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin besar kinerja suatu perusahaan. (2) *State ownership* memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan lebih lemah pada perusahaan yang dimiliki pemerintah dari pada perusahaan yang tidak dimiliki pemerintah.

DAFTAR PUSTAKA

- Alipour, M. (2013). An investigation of the association between ownership structure and corporate performance Empirical evidence from Tehran Stock. *Empirical Evidence from TSE*, 36(11), 1137–1166. <https://doi.org/10.1108/MRR-08-2012-0188>
- Crutchley, & Hansen. (1999). Green business for sustainable development and competitiveness : an overview of Turkish logistics industry. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.04.055>
- Daniri, MA (2005). *Good Corporate Governance: Konsep dan Penerapannya dalam Konteks Indonesia*. Jakarta: PT. Ray Indonesia.
- Ellizabeth. (2000). Application of fuzzy VIKOR for evaluation of green supply chain management practices. *Ecological Indicators*, 49, 188–203. <https://doi.org/10.1016/j.ecolind.2014.09.045>
- Friedman. (1970). Foreign investment , corporate governance and performance in the Chinese listed a share companies. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*. <https://doi.org/10.1080/14765284.2017.1346931>
- Guo, L., & Platikanov, S. (2019). Institutional Ownership and Corporate Governance of Public Companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101–180. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101180>
- Hendriksen dan Michael. (2000). *Teori Akunting*. Alih bahasa: Herman Wibowo. Edisi Kelima. Batam: Interaksara.
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kennelly. (2000). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*.
- Oemar, A. (2016). The Spatial Distribution Of Green Buildings in China : Regional

- Imbalance, Economic Fundamentals, and Policy Incentives. *Applied Geography*.
<https://doi.org/10.1016/j.apgeog.2017.08.022>
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory : Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives, *10*(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Setiawan, R., & Syarif, M. M. (2016). Kepemilikan Institusional , Kinerja Perusahaan , dan Efek Moderasi. *Business and Finance Journal*, *4* (1)(2005), 41–48.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, *94*(3), 461–488.
- Sun, & Tong. (2003). Analisis pengukuran kinerja perusahaan dengan metode Green Supply Chain Management (GSCM) di unit bisnis teh hitam Analysis of company performance measurement using Green Supply Chain Management Method on bussiness unit of black tea.
- Vickers, J., & Yarrow, G. (1991). Economic Perspectives on Privatization. *Journal of Economic Perspectives*, *5*((2)), 111–132.
- Xu, X., Ph, D., Wang, Y., & Ph, D. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review*, (10), 75–98.