

PENGARUH *TONE* DALAM LAPORAN TAHUNAN DAN OWNERSHIP STRUCTURE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Kennard Robby Yulianto¹, Aristofer Austin², Sarce Elsyehat*, Oviliani Yenty Yuliana*

¹Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

²Accounting Department, Petra Christian University, Jalan Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236, Indonesia

*Corresponding author; Email: oviliani@petra.ac.id, elsyehat@petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari *tone* dalam laporan tahunan perusahaan dan struktur kepemilikan perusahaan terhadap nilai perusahaan (tobin's Q) di sektor *tourism and hospitality*. Penelitian ini juga menggunakan current ratio, debt to equity ratio, return on asset dan firm size sebagai variabel control. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 92 perusahaan sektor *tourism and hospitality* yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI), *Stock Exchange of Thailand* (SET), *Malaysia Stock Exchange* (MYX), *Singapore Stock Exchange* (SGX), dan *Philippine Stock Exchange* (PSE) pada tahun 2015-2018. Dalam penelitian ini, pengungkapan *tone* diukur dengan menganalisa sentimen pada bagian narasi teksual laporan tahunan perusahaan menggunakan NVIVO. Sementara itu, struktur kepemilikan diukur dengan membagi persentase kepemilikan saham manajerial dan institusional dengan jumlah saham beredar. Teknik analisis data yang dilakukan pada penelitian ini adalah analisis regresi data panel dengan software *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library* (GRETTL). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *tone* yang disimpulkan dengan net tone (selisih tone positif dan negative) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, untuk kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: *tone*, struktur kepemilikan, nilai perusahaan, tobin's Q

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of tone in the company's annual report and company ownership structure on firm value (tobin's Q) in the tourism and hospitality sector. This study also uses the current ratio, debt to equity ratio, return on assets and firm size as control variables. The samples used in this study were 92 tourism and hospitality sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX), Stock Exchange of Thailand (SET), Malaysia Stock Exchange (MYX), Singapore Stock Exchange (SGX), and Philippine Stock Exchange (PSE) in 2015-2018. In this study, tone disclosure is measured by analyzing sentiment in the textual narrative section of the company's annual report using NVIVO. Meanwhile, ownership structure is measured by dividing the percentage of managerial and institutional share ownership by the number of outstanding shares. The data analysis technique used in this research is panel data regression analysis using Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library (GRETTL) software. The results showed that the tone concluded with the net tone (the difference between positive and negative tones) had a positive and significant effect on firm value. Meanwhile, managerial ownership has a significant positive effect on firm value and institutional ownership has a significant negative effect on firm value.

Keywords: tone, ownership structure, firm value, tobin's q

PENDAHULUAN

Peran manajemen sangat penting dalam suatu perusahaan, sebagai penanggung jawab terhadap performa perusahaan dan mengeluarkan annual report atau laporan tahunan bagi semua pihak yang berhubungan dengan informasi akuntansi perusahaan. Manajemen sebagai jantung perusahaan memiliki seluruh informasi tentang perusahaan sementara pemegang saham atau investor pihak luar hanya akan mendapatkan informasi yang berada di laporan yang telah dikeluarkan oleh manajemen. Ketidakseimbangan informasi ini disebut dengan asimetri informasi. Sebagai bentuk dasar pengungkapan informasi perusahaan terbuka, laporan tahunan secara efektif mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Laporan tahunan sendiri adalah informasi yang sangat penting pada perusahaan yang berfungsi untuk melihat dan menilai suatu kinerja perusahaan yang terjadi di masa lalu dan untuk prospek masa depan perusahaan (Pivac et al., 2017). Laporan tahunan memberikan informasi penting untuk mendukung pengambilan keputusan di perusahaan oleh investor (EY 2015: 6).

Solusi dalam menekan informasi asimetri adalah dengan adanya pengungkapan narasi tekstual (*tone*) dan *ownership structure* (kepemilikan manajerial dan institusional). Informasi narasi tekstual dalam laporan tahunan perusahaan tersebut dianggap sebagai *tone* (Henry & Leone, 2016; Rahman et al., 2019). Narasi tekstual memberi manajer kesempatan untuk mengungkapkan informasi relevan yang tidak ada dalam laporan keuangan kuantitatif (Huang et al., 2014). Dibandingkan dengan laporan keuangan akuntansi yang menarik lebih banyak perhatian dari lembaga pasar dan peneliti akademis, pengungkapan narasi tekstual atau *tone* relatif belum sepenuhnya dilakukan, terutama di luar konteks AS dan Eropa (Yekin et al., 2015; Beretta et al., 2019; Ertugrul et al., 2017; Aly et al., 2018; Melloni et al., 2016). Oleh karena itu menggunakan analisis tekstual laporan tahunan perusahaan yang terdaftar di Asia Tenggara, kami selidiki apakah *tone* tekstual yang lebih optimis memprediksi nilai perusahaan yang lebih kuat atau sebaliknya dan apakah *ownership structure* perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan.

Sampai saat ini, terdapat bukti kuat bahwa *tone* komunikasi perusahaan mengandung informasi tambahan dan dengan demikian menimbulkan signifikan reaksi pasar yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Demers & Vega, 2011; Loughran & McDonald, 2011; Davis et al., 2012; Price et al., 2012). Meski studi tentang analisis *tone* tekstual telah dilakukan di masa lalu, sedikit analisis telah dilakukan di luar pasar AS dan Eropa. ASEAN memberikan kesempatan untuk meneliti hubungan antara *tone* tekstual dan nilai perusahaan karena berbagai alasan. Pertama, konteks budaya berbeda antara barat dan timur. Budaya dengan Akar Eropa Barat seperti Australia dan AS umumnya dianggap budaya konteks rendah yang mengandalkan komunikasi eksplisit. Sebaliknya, budaya Asia dianggap sebagai budaya yang konteksnya tinggi cenderung mengandalkan komunikasi yang lebih implisit.

Selain itu, Orang Amerika cenderung lebih individualistis untuk memaksimalkan perasaan positif sementara orang Asia lebih kolektif yang lebih suka menyembunyikan perasaan mereka yang sebenarnya (Sims et al., 2015). Kedua, dibandingkan dengan negara di pasar maju, pengawasan eksternal yang dihadapi oleh manajer di pasar Asia terutama ASEAN relatif lebih lemah (Jiang & Kim, 2015). Oleh karena itu, *tone* pengungkapan harus lebih diperhatikan manajemen di pasar ASEAN. *Tone* pengungkapan pada penelitian ini, kami menggunakan *net tone*, yaitu: selisih sentimen positif dengan negatif pada bagian narasi tekstual pada laporan tahunan perusahaan.

Tone pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan tidak lepas dari tanggung jawab manajer yang berperan sebagai agent dan principal perusahaan. Kepemilikan manajerial dapat menyamakan kepentingan manajemen perusahaan dan pemilik perusahaan dengan cara agent yang dapat menjadi principal perusahaan atau menjadi pemegang saham perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki kuasa untuk monitoring terhadap kinerja manajemen perusahaan. *Ownership structure* mungkin mencerminkan kinerja perusahaan, dan perbedaan *ownership structure* telah menghasilkan dampak yang berbeda terhadap nilai perusahaan (Ting et al., 2016). Menggunakan teknik analisis tekstual pada data laporan tahunan di

ASEAN, Kami memeriksa dampak *tone* pengungkapan dan *ownership structure* pada nilai perusahaan di ASEAN yang bergerak dalam sektor tourism dan hospitality yang terdaftar dari 2015 hingga 2018.

Menurut United Nations World Tourism Organization (UNWTO), sektor tourism dan hospitality merupakan sektor yang memiliki peran penting karena menyumbang 9% dari total GDP dunia. Pada tahun 2014 sektor pariwisata telah menyumbang 6% dari total ekspor dunia atau sebesar US\$ 1.5 triliun (UNWTO, 2014). Kawasan ASEAN sering disebut sebagai “surga wisata” di Asia karena memiliki kekayaan yang melimpah dalam hal pariwisata. Karena ASEAN memiliki potensi pariwisata yang luar biasa dan dengan ini, kami berharap dapat membantu investor untuk mengambil keputusan investasi pada perusahaan sektor tourism dan hospitality melalui pengaruh *tone* dan pengaruh *ownership structure* terhadap nilai perusahaan. Untuk menguji dampak *tone* pengungkapan dan *ownership structure*, kami menggunakan Tobin's Q sebagai alat ukur dari nilai perusahaan pada *tone* pengungkapan dan *ownership structure* bersama dengan variabel kontrol lainnya.

LANDASAN TEORI

Signalling Theory

Suatu tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dengan memberikan petunjuk bagi pihak luar seperti investor tentang bagaimana prospek perusahaan yang biasa disebut dengan isyarat atau sinyal (Brigham & Ehrhardt, 2005). Sinyal yang dikeluarkan berupa informasi tentang apa yang sudah dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk merealisasikan tujuan dan keinginan pemilik. Informasi tersebut sangat penting bagi investor maupun pelaku bisnis, karena informasinya akan berpengaruh terhadap keputusan bisnis dan investasi dari pihak luar perusahaan. Sinyal yang dikeluarkan disini berupa informasi yang pada umumnya menggambarkan bagaimana keadaan perusahaan dan menyajikan keterangan pada masa lalu, masa kini, dan masa yang akan datang yang berpengaruh terhadap kinerja dan kelangsungan perusahaan.

Brigham & Houston (2014) menyebutkan bahwa signalling theory merupakan suatu cara pandang investor

yang berkaitan dengan peluang perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaannya, dengan cara manajemen perusahaan memberikan informasi ke para pemegang saham. Teori persinyalan mengusulkan bahwa perusahaan dengan pengungkapan sukarela yang besar akan mengurangi asimetri informasi dan mewujudkan kualitas sinyal yang baik dan nilai nyata perusahaan dengan cara menyediakan informasi yang lebih banyak kepada pihak yang kurang mengetahui informasi (Drover et al., 2018). Adanya asimetri informasi antara perusahaan dengan pihak luar menimbulkan dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena perusahaan lebih mengetahui apa prospek yang akan datang di perusahaan daripada eksternal perusahaan. Asimetri informasi dapat dikurangi dengan cara perusahaan harus memberikan sinyal yang berupa laporan tahunan perusahaan yang dapat dibaca oleh pihak eksternal dengan begitu akan memberikan kepercayaan pihak luar dan prospek masa depan perusahaan.

Agency Theory

Teori keagenan adalah teori yang menjelaskan agency relationship dan masalah-masalah yang ditimbulkannya. Agency relationship adalah hubungan antara prinsipal dan agen, dimana prinsipal sebagai pemberi amanat dan agen sebagai perantara yang mewakili prinsipal untuk melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan antara kepemilikan (principal/investor) dan pengendalian (agent/manajer) (Jensen & Meckling, 1976). Berdasarkan penelitian Panda & Leepsa (2017) menjelaskan tentang hubungan antara manajemen perusahaan dengan pemilik dan pemegang saham perusahaan, manajemen sebagai agen perusahaan dan pemilik atau pemegang saham sebagai prinsipal yang terikat konflik satu sama yang lain. Jensen & Meckling (1976) mengemukakan bahwa ownership structure sebagai mekanisme pengawasan yang dapat mengurangi benturan kepentingan yang disebabkan oleh masalah agensi.

Dalam hubungan antara agen dan prinsipal sering timbul konflik karena adanya perbedaan kepentingan. Menurut Panda & Leepsa (2017), prinsipal dan agen sering muncul ketidaksesuaian karena

adanya ownership structure perusahaan yang tersebar yang menyebabkan asimetri informasi. Asimetri informasi akan menyebabkan kurangnya kontrol dan pemantauan pada perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah nilai yang harus diawasi dan diperjuangkan oleh suatu perusahaan. Nilai perusahaan merupakan suatu kondisi tertentu di perusahaan yang telah dicapai oleh manajemen perusahaan yang merupakan cerminan dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan tersebut. Tujuan utama pemilik perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan karena menggambarkan kemakmuran pemegang saham atau investor (Sabrin et al., 2016; Moeljadi, 2014). Nilai perusahaan dipengaruhi oleh faktor internal seperti faktor keputusan keuangan, kebijakan dividen dan faktor eksternal seperti pertumbuhan ekonomi, suku bunga, nilai tukar valuta asing. Nilai perusahaan merupakan salah satu hal yang cukup penting bagi investor karena harga saham perusahaan yang semakin tinggi akan memberikan nilai perusahaan yang semakin tinggi pula. Dengan adanya nilai perusahaan yang cukup tinggi akan menarik perhatian para calon investor yang ingin berinvestasi untuk membeli saham pada perusahaan tersebut.

Sejalan dengan signalling theory, pelaku yang menerima informasi mendapatkan pengaruh dari sinyal-sinyal yang dikirimkan dari sumber informasi. Begitu juga dengan nilai perusahaan, nilai perusahaan akan memberikan value atau kemakmuran yang tinggi jika didukung oleh sinyal yang baik dan positif dari internal perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting bagi perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan hal penting yang harus dicapai oleh manajemen perusahaan (Brigham & Daves, 2013).

Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan beberapa rasio dan salah satunya adalah Tobin's Q. Nilai perusahaan dapat diukur melalui persamaan Tobin's Q, yang merupakan tolak ukur yang ukurannya paling luas untuk menilai suatu perusahaan (Kim et al., 2015). Rasio ini dapat memberikan informasi yang

cukup lengkap karena di dalamnya terdapat semua unsur hutang dan modal saham perusahaan yang merupakan seluruh aset perusahaan. Dengan menyertakan seluruh aset perusahaan maka tidak hanya satu jenis investor saja yang merupakan investor yang berbentuk saham tetapi juga untuk kreditor karena sumber dana pembiayaan perusahaan bukan dari modal saja tetapi juga dari pinjaman yang diberi oleh kreditor (Sukamulja, 2004).

Studi Fu et al. (2016) menunjukkan bahwa persamaan Tobin's Q menunjukkan nilai perusahaan sebagai campuran aktiva berwujud dan tak berwujud. Tobin's Q adalah perbandingan nilai pasar aset perusahaan yang dapat diukur dengan nilai pasar dari jumlah saham yang beredar dan hutang terhadap replacement cost dari aktiva perusahaan. Formulasi rumusnya adalah sebagai berikut:

$$Q = \frac{MVS+D}{TA}$$

Dimana:

MVS = *Market value of all outstanding shares*

D = *Debt*

TA = *Firm's asset's*

Net Tone

Tone disebut sebagai sentimen berupa narasi tekstual yang terdapat dalam laporan tahunan ataupun pengungkapan keuangan (Henry & Leone, 2016). Berdasarkan literatur yang ada, menunjukkan bahwa komunikasi keuangan antara perusahaan dengan investor menunjukkan *net tone* itu berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Alasan utamanya adalah manajemen insentif untuk mengurangi informasi asimetri (Davis et al., 2012). Narasi tekstual pada laporan tahunan memberi para manajer kesempatan untuk mengungkapkan informasi yang relevan yang tidak ada dalam laporan keuangan kuantitatif. Informasi tekstual pada laporan tahunan juga memegang peran yang penting dibandingkan dengan informasi keuangan atau kuantitatif, sehingga pada penelitian ini akan fokus pada *tone* pengungkapan yang dapat menyampaikan informasi terhadap investor yang akan mempengaruhi keputusannya.

Davis et al. (2012) menyebutkan bahwa manajemen perusahaan khususnya manajer akan menggunakan Bahasa pada narasi tekstual pada laporan tahunan perusahaan untuk menyampaikan atau mengisyaratkan prospek masa depan perusahaan. Dengan tidak adanya aturan pengungkapan yang ketat, manajer menggunakan *tone* tekstual untuk meningkatkan pemahaman investor tentang kinerja keuangan dengan menandakan informasi tambahan. Proses ini disebut sebagai manajemen *tone*, manajemen tone membuat tone menjadi positif atau negatif terhadap informasi kuantitatif bersamaan, untuk mempengaruhi penilaian investor dalam pengambilan keputusan terhadap fundamental perusahaan (Huang et al., 2014).

Oleh karena itu, *tone* penting untuk bagaimana sebuah pesan dipersepsikan oleh pembacanya dan bagaimana pembaca menanggapinya; “Ini bukan apa yang anda katakan, itu bagaimana anda mengatakannya” (Huang et al., 2014). Manajer perusahaan yang mengungkapkan lebih banyak informasi ke pasar keuangan akan dapat mengurangi resiko yang terkait dengan pasar. Menurut Yekini et al. (2015) calon investor besar kemungkinan akan bereaksi lebih dengan menganggap narasi tekstual laporan tahunan merupakan alat yang cukup penting untuk menyampaikan informasi material. Dengan adanya bagian narasi tekstual di laporan tahunan yang dibaca oleh investor akan dapat mempengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi atau tidak. Dengan adanya tone pengungkapan, kita dapat membedakan antara *tone* positif dan non-positif (negatif) (Loughran & McDonald, 2011).

Tone pengungkapan pada penelitian ini, kami menggunakan net tone yaitu selisih *tone* positif dengan negatif pada bagian narasi tekstual pada laporan tahunan perusahaan.

***Tone* Positif**

Perusahaan dengan menyampaikan pesan yang bertone positif, akan mendorong orang yang membacanya untuk menerima ide-ide perusahaan tersebut dan membangun hubungan yang baik untuk masa depan perusahaan. *Tone* positif dapat diukur dengan kata ataupun kalimat atau pernyataan yang mengandung kesan positif atau optimisme dalam laporan tahunan

perusahaan. Lebih khusus lagi, pernyataan didefinisikan sebagai "positif" ketika berkonotasi kabar baik untuk perusahaan, atau lingkungan tempat perusahaan beroperasi (Clatworthy & Jones, 2003). Dengan adanya peningkatan *tone* positif, dapat memberikan sinyal optimisme kepada pemangku kepentingan sebagai sinyal yang baik. Sentimen positif juga dapat memberikan prediksi masa depan perusahaan dalam hal profitabilitas yang lebih tinggi, arus kas yang lebih tinggi, kepemilikan kas yang rendah dan juga leverage keuangan yang lebih rendah.

Di AS, hasil serupa dilaporkan oleh Kang et al. (2018) yang menemukan hubungan positif antara kinerja perusahaan dan penggunaan *tone* positif dalam laporan tahunan perusahaan. Di baris ini, (Rahman, 2019) yang melaporkan hasil serupa menyarankan *tone* positif itu telah digunakan lebih dari tone lain dan itu berpengaruh signifikan terhadap kinerja dan laba perusahaan.

***Tone* Negatif**

Pengungkapan *tone* yang bersifat negatif cenderung akan membuat pembaca merasa merusak citra sebuah perusahaan. Meskipun kalimat yang berisi ungkapan negatif mungkin mengarah pada aturan, kalimat tersebut jarang menghasilkan kerja sama yang baik antara perusahaan dan pemangku kepentingan (investor dan pihak luar). *Tone* negatif juga bisa membuat pesan yang ingin disampaikan oleh perusahaan sulit dipahami. *Tone* negatif yang berlebihan akan memberikan gambaran kinerja perusahaan yang rendah dan prospek masa depan perusahaan yang buruk dan tidak bisa menguntungkan untuk perusahaan. Sentimen positif juga memprediksi masa depan yang lebih tinggi profitabilitas, arus kas operasi yang lebih tinggi, kepemilikan kas yang lebih rendah, dan leverage keuangan yang lebih rendah. Sementara itu, Sentimen negatif memprediksi variabel-variabel ini ke arah yang berlawanan.

Ownership Structure

Thomsen & Conyon (2012) menyebutkan *ownership structure* dalam kasus perusahaan yang go publik, mempunyai dua ciri, yaitu: kepemilikan konsentrasi dan kepemilikan identifikasi.

Kepemilikan konsentrasi berarti perusahaan itu dimiliki oleh pemegang saham mayoritas dan minoritas, sedangkan kepemilikan identifikasi berarti perusahaan itu dimiliki oleh pihak pribadi atau keluarga, lembaga atau perusahaan lain. *Ownership structure* pada suatu perusahaan menunjukkan adanya tanggung jawab dan komitmen bagi pemilik perusahaan untuk mengatur dan mengelolah perusahaannya menjadi lebih baik (Kao et al., 2019).

Ownership structure mencerminkan kinerja perusahaan, dan perbedaan ownership structure telah menghasilkan dampak yang berbeda terhadap nilai perusahaan (Ting et al., 2016). Ownership structure juga merupakan salah satu hal yang mempengaruhi tingkat intellectual capital disclosure disuatu perusahaan (Kateb, 2014). *Ownership structure* pada perusahaan memiliki dampak yang berbeda tentang bagaimana tindakan manajemen dalam mengambil resiko (Chun, S. E., & Lee, M. H., 2017). *Ownership structure* merupakan pemisah antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Shoaib & Yasushi (2016) membagi ownership structure menjadi dua jenis, yaitu: kepemilikan eksternal dan kepemilikan internal. Dalam penelitian ini akan menggunakan kepemilikan eksternal yang terdiri dari kepemilikan institusional sebagai indikator, dan kepemilikan internal yang terdiri dari kepemilikan manajerial sebagai indikator.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan persentase jumlah saham yang beredar yang dimiliki manajemen perusahaan (Mahariana & Ramantha, 2014). Kepemilikan manajerial pada umumnya terdiri dari direktur, dewan direksi dan komisaris sebuah perusahaan. Adanya kepemilikan manajerial menyebabkan manajer menjadi lebih banyak berhati-hati dalam proses pengambilan keputusan, karena mereka akan berbagi konsekuensi dari keputusan tersebut. Dalam laporan keuangan, ini jelas ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Hal ini juga informasi penting bagi pengguna laporan keuangan, maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Hidayah (2017) juga menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial akan berusaha menyeimbangkan dan akan membantu penyatuan kepentingan

antara manajer dan pemegang saham, sehingga manajer ikut serta merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil serta juga siap menanggung kerugian sebagai konsekuensi pengambilan keputusan yang salah.

Berdasarkan teori keagenan, kepemilikan manajerial berinsentif secara langsung bagi manajer di perusahaan untuk bertindak sesuai dengan para pemegang saham (Kamardin & Haron, 2011). Kepemilikan manajerial pada umumnya dapat dihitung dengan cara perbandingan saham yang dimiliki oleh dewan direksi dari total saham biasa yang beredar (Noradiva et al., 2016). Di dalam perusahaan, manajer dapat memiliki saham perusahaan dan juga manajer yang tidak memiliki saham di perusahaan tersebut. Manajer yang menjadi pemegang saham di perusahaan tersebut akan melakukan kewajibannya sebagai pemegang saham. Manajer yang tidak memiliki saham di perusahaan tersebut, cenderung akan mementingkan kepentingannya sendiri. Kepemilikan Manajerial dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$K. Manajerial = \frac{\text{Jumlah saham manajemen}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah persentase saham yang dipegang oleh investor institusi, seperti perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan bank (Moradi et al., 2012). Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Pengawasan tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal.

Teori keagenan menyatakan kepemilikan institusional akan mengurangi konflik keagenan karena pemegang saham institusi akan membantu mengawasi perusahaan, sehingga manajer tidak bertindak terhadap merugikan pemegang saham (Laurenzia & Sufiyati, 2015). Moghaddam & Filsaraei (2016) menyatakan tingkat kesehatan perusahaan akan

meningkat jika perusahaan memiliki persentase kepemilikan institusional yang lebih besar.

Keputusan investasi dan sebagian kecil dari saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusi meningkat dengan kualitas struktur tata kelola dan proporsi yang memegang saham perusahaan meningkat dengan kualitas tata kelolanya (Chung & Zhang, 2011). Identitas kepemilikan secara keseluruhan memiliki dampak yang signifikan terhadap kinerja perusahaan, serta jenis investor tertentu seperti keuangan (Desoky & Mousa, 2013).

Kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) akan membuat proses pemantauan lebih efektif dalam mengontrol kinerja manajer. Peningkatan kepemilikan institusional akan berdampak pada aset perusahaan secara efisien, sehingga potensi kesulitan keuangan dapat diminimalkan. Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan indikator jumlah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak institusi dari seluruh jumlah modal saham yang beredar. Kepemilikan Institusional dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$K. \text{Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Firm Size

Firm Size adalah rasio pengukuran atau skala yang berfungsi untuk mengukur dan menentukan ukuran besar dan kecilnya suatu perusahaan (Saemargani, 2015). Menurut Agrestya (2013) Ukuran perusahaan dapat dilihat dengan total aset atau total penjualan bersih, jika ukuran sebuah perusahaan semakin besar, maka semakin besar total aset dan penjualannya. Pada umumnya ukuran perusahaan dapat dibagi menjadi tiga kategori, yaitu: perusahaan besar, menengah, dan kecil. Jadi, ukuran perusahaan adalah jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan (Iswajuni et al., 2018). Pada umumnya perusahaan yang berukuran besar akan memproduksi dengan biaya yang lebih rendah, sehingga akan menarik perhatian investor lebih besar (Abeyrathna & Priyadarshana, 2019). Ukuran perusahaan dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{Firm Size} = \ln \times \text{Total Asset}$$

Current Ratio

Current ratio adalah rasio atau pengukuran yang berfungsi untuk mengetahui kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya atau hutang yang akan mendekati jatuh tempo (Kasmir, 2017). *Current ratio* adalah bagian dari rasio likuiditas yang memberikan gambaran kemampuan perusahaan menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya (Gitman & Zutter 2015). Menurut Nadya & Isrochmani (2017), hasil rasio yang tergolong kecil, yakni: kurang dari 1 menunjukkan bahwa kewajiban perusahaan lebih besar daripada asetnya yang menandakan bahwa kewajiban perusahaan tidak dapat dilunasi pada saat waktu jatuh tempo. Dengan *current ratio* yang kecil akan mengisyaratkan kepada pemilik bisnis atau investor bahwa keadaan keuangan perusahaan sedang tidak baik, dan adanya kemungkinan masalah dengan likuiditas perusahaan. *Current ratio* dapat dihitung dengan rumus berikut :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Hutang lancar}}$$

Debt to Equity Ratio

Menurut Kasmir (2017), *debt to equity ratio* merupakan rasio atau pengukuran yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Rasio ini dapat dicari dengan cara membandingkan seluruh hutang perusahaan dengan seluruh ekuitas, sehingga akan mengetahui jumlah dana yang telah disediakan oleh kreditor untuk perusahaan. Dengan semakin rendah rasio DER, maka akan semakin rendah sumber pembiayaan melalui hutang. Sebaliknya, dengan semakin tinggi DER, maka akan semakin tinggi juga pembiayaan melalui hutang (Siahaan et al., 2016). DER merupakan salah satu rasio *leverage* dan juga berguna untuk mengetahui besar modal perusahaan yang dijadikan jaminan atas hutang (Gitman & Zutter 2015). Menurut Gitman & Zutter (2015), *Debt to Asset Ratio* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Aset}}{\text{Ekuitas}}$$

Return on Asset

Return on asset merupakan salah satu rasio profitabilitas, profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba di masa depan. Semakin tinggi profitabilitas semakin memacu perusahaan agar tumbuh dan berkembang, maka dari itu peningkatan profitabilitas akan berpengaruh positif terhadap perusahaan jika kinerja keuangan mencapai tujuan memaksimalkan nilai perusahaan yang berpengaruh positif terhadap investor, sehingga permintaan saham meningkat dan meningkatkan harga saham juga (Husna & Satria, 2019). Rasio profitabilitas dapat direfleksikan dengan *return on asset* (ROA), ROA merupakan rasio laba bersih terhadap total aset perusahaan.

ROA adalah ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian aset perusahaan (Iswajuni et al., 2018). Semakin tinggi angka ROA, maka semakin menguntungkan bagi perusahaan dan investor, dikarenakan perusahaan akan menguntungkan jika menghasilkan lebih banyak uang dengan investasi yang lebih sedikit. Tujuan utama suatu perusahaan adalah meningkatkan laba, otomatis ROA sangat membantu karena dapat menunjukkan bagaimana meningkatkan keuntungan mereka dengan investasi yang lebih sedikit. (Nadya & Isrochami 2017). Menurut (Makri et al., 2014), ROA dapat dihitung menggunakan rumus berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Pengaruh Net Tone terhadap Nilai Perusahaan

Sejalan dengan *signalling theory*, *tone* pengungkapan atau *net tone* pada laporan perusahaan memberikan sinyal kepada pembaca yang memberi kesan kepada pembaca pada bagian naratif dalam laporan perusahaan. Sinyal yang dikeluarkan ini berupa informasi yang akan disampaikan oleh manajemen berupa informasi tentang apa yang terjadi dalam perusahaan pada tahun itu dan prospek masa depan yang akan dilakukan perusahaan. Secara tidak langsung, *tone* pengungkapan ini akan memberikan kesan berupa emosi yang bersifat positif dan negatif dari pembaca. Dengan adanya kesan positif dan negatif dari *tone* pengungkapan

pada laporan perusahaan tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan yang juga mempengaruhi keputusan investor pada perusahaan tersebut.

Sebagai bagian tambahan kualitatif untuk data keuangan dalam laporan tahunan, narasi tekstual laporan tahunan perusahaan atau bagian diskusi dan analisis manajemen mewakili persepsi manajer tentang kinerja dan pandangan masa lalu perusahaan, yang juga memberikan informasi tambahan ke pasar (Li, 2010). Hal ini dapat menjadi solusi dari pengungkapan keuangan untuk mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Jadi *tone* dalam narasi tekstual laporan tahunan perusahaan atau bagian diskusi dan analisis manajemen bisa menjadi dianggap sebagai sinyal yang dikirim dari manajer sehubungan dengan kinerja masa depan (Li, 2010).

Berdasarkan teori fenomena framing atribut yang dikemukakan oleh Tversky & Kahneman (1974), sebuah objek dievaluasi lebih baik ketika disajikan dalam bingkai positif daripada bingkai negatif (Levin et al., 1998). Misalnya, produk daging sapi berlabel "75% lean" dinilai lebih tinggi oleh konsumen daripada yang berlabel "25% fat" (Levin dan Gaeth, 1988). Pelabelan positif (negatif) dari suatu atribut mengarah ke kesan baik (unfavorable). Dengan demikian nada yang lebih positif dapat memicu kesan yang baik dari investor dan selanjutnya mempengaruhi penilaian dan perilaku. Investor yang mendapatkan kesan positif dari laporan tahunan perusahaan akan cenderung lebih tertarik untuk membeli saham perusahaan tersebut. Dengan adanya investor yang akan membeli saham tersebut akan dapat meningkatkan jumlah saham yang beredar dan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Feldman et al. (2010), menemukan tingkat hubungan return yang cukup tinggi dalam pasar saham setelah dilakukannya perubahan *tone* yang positif pada bagian diskusi dan analisis (MD&A) pada laporan tahunan perusahaan dari pengajuan 10-K dan 10-Q. Menurut penelitian yang dilakukan di Mesir memberikan bukti bahwa perusahaan di Mesir dengan pengungkapan kabar baik yang lebih besar cenderung mendapatkan keuntungan dan peningkatan nilai perusahaan (Aly, D et al., 2018). Ketika perusahaan yang lebih banyak mengungkapkan informasi tentang narasi tekstual positif, bukti empiris menunjukan

dampak positif dalam hal Tobin's Q sebagai salah satu tolak ukur yang meningkatkan nilai perusahaan (Nekhili et al., 2017). Penelitian *tone* di artikel surat kabar juga menghasilkan hasil yang positif (Solomon et al., 2014).

Menurut penelitian yang dilakukan oleh (Xiao wu et al., 2020) menunjukkan bahwa *tone* tekstual bersifat informatif untuk nilai perusahaan dalam jangka panjang. Penelitian yang dilakukan oleh Caglio et al. (2019) memberikan bukti secara keseluruhan bahwa laporan tahunan dengan kualitas tekstual yang rendah cenderung ditandai dengan kesulitan membaca dan bahasa yang sulit dipahami, ini berhubungan negatif dengan manfaat ekonomi dan hasil evaluasi pasar dan likuiditas yang dapat menyebabkan penurunan nilai perusahaan. González et al. (2019) melakukan penelitian analisis mengukur *tone* dalam perusahaan Amerika Latin. Pada penelitian itu, mereka menemukan hubungan positif yang signifikan antara *tone* pengungkapan terhadap nilai suatu perusahaan sehingga memberikan kesimpulan bahwa pelaku pasar di pasar Amerika Selatan bereaksi terhadap *tone* dalam laporan tahunan perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: *Net tone* berpengaruh terhadap nilai perusahaan perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai individu pemegang saham akan ikut meningkat pula. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan melakukan dan mengambil keputusan bisnis yang berbeda dengan manajer yang bukan sekaligus pemegang saham. Menurut Jensen & Meckling (1976), kepemilikan manajerial dapat mengurangi *agency cost* dan dapat menyatukan atau melaraskan kepentingan bagi manajemen dan pemegang saham.

Kepemilikan manajerial akan dapat menyeimbangkan dan menyatukan kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham. Dengan begitu akan membuat manajer dapat mendapatkan man-

faatnya dari keputusan yang diambil (Hidayah, 2015). Manajer dengan kepemilikan saham perusahaan akan mengevaluasi resiko-resiko yang ada dan akan meningkatkan kinerja manajer dalam tata Kelola perusahaan (Ningsih, 2013). Kepemilikan manajerial yang meningkat di perusahaan dapat menghubungkan kepentingan manajemen perusahaan dan investor atau pemegang saham, dan akan membuat suatu keputusan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial yang besar dapat mengawasi aktivitas perusahaan (Mishra & Kapil, 2017).

Penelitian sebelumnya telah berupaya untuk dapat mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial yang besar terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Rachman (2012), dengan meningkatnya kepemilikan manajerial akan memberikan dampak yang positif terhadap nilai perusahaan karena aktivitas manajemen perusahaan akan lebih maksimal sehingga aktivitas maupun keputusan yang diambil di dalam perusahaan akan meningkat. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ningsih (2013), kepemilikan manajerial juga memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian semakin tinggi kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil dari penelitian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Abbas (2013) dan Rashid (2016) yang menyebutkan kepemilikan manajerial pada perusahaan akan memberi dampak positif terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Bangladesh. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Adanya kepemilikan manajerial serta kepemilikan institusional sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik agensi menjadi bahasan yang sangat penting.

Selain itu, penelitian terkait nilai perusahaan yang melibatkan dua aspek tersebut masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten, sehingga perlu adanya kajian ulang untuk membahas masalah tersebut.

Sebuah studi oleh Karpavicius & Yu (2017) menemukan bahwa persentase kepemilikan institusional yang diukur dengan kepemilikan institusional yang lebih besar, memiliki dampak positif berpengaruh pada nilai perusahaan melalui pengurangan biaya keagenan. keberadaan kepemilikan institusional selain dalam mengawasi kegiatan perusahaan secara efektif, juga dapat mengawasi manajemen dalam pengambilan keputusan karena mereka berpartisipasi agar tidak terpengaruh dengan tindakan manajemen (Susanti & Mildawati, 2014). Menurut Thanatawee (2014) yang melakukan studi di lembaga non keuangan yang terdaftar di Stock Exchange of Thailand (SET) bersama dengan masalah keagenan yang tinggi, kepemilikan institusional bertindak lebih aktif dan memberikan peran pemantauan yang efektif dalam pengawasan kinerja manajemen yang akan meningkatkan nilai perusahaan untuk perusahaan Thailand. Berdasarkan teori agensi, kepemilikan institusional yang besar cenderung waspada terhadap masalah agensi, karena dengan investasi yang besar kepemilikan institusional akan lebih ketat mengawasi tindakan manajemen perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: Kepemilikan institusional berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan pada 102 perusahaan sektor *tourism and hospitality* yang menerbitkan laporan tahunan dan dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia (BEI), *Stock Exchange of Thailand* (SET), *Malaysia Stock Exchange* (MYX), *Singapore Stock Exchange* (SGX), dan *Philippine Stock Exchange* (PSE). Pengambilan sampel dilakukan menggunakan teknik *purposive sampling*, yang dilakukan dengan memilih subjek berdasarkan kriteria spesifik yang diterapkan oleh peneliti. Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah:

- perusahaan memiliki data yang tersedia lengkap secara keseluruhan pada periode 31 Desember 2015-2018, baik data yang dibutuhkan untuk menghitung *firm size*, *current ratio*, *debt to equity ratio*, *return on asset* dan untuk menganalisis *net tone*. Tobin's Q menggunakan data periode 31 Desember 2016-2019.
- Laporan tahunan dengan bentuk gambar yang tidak ada teks akan dieliminasi

Setelah dilakukan *purposive sampling* dengan kriteria diatas, maka jumlah sampel yang memenuhi kriteria adalah sebanyak 92 perusahaan. Sumber data dalam penelitian ini adalah data dari *bloomberg* dan laporan tahunan. Untuk memperoleh data yang dibutuhkan dalam penelitian ini, maka peneliti menggunakan teknik dokumentasi dengan mencari dan mengumpulkan laporan tahunan dan keuangan tahunan perusahaan pada rentang waktu 2015-2018.

Data dalam penelitian ini diperoleh dari *bloomberg*, *website* Bursa Efek Indonesia (BEI), *Stock Exchange of Thailand* (SET), *Malaysia Stock Exchange* (MYX), *Singapore Stock Exchange* (SGX), dan *Philippine Stock Exchange* (PSE). Selain itu, dalam penelitian ini dilakukan analisis regresi data panel sehingga pengolahan data menggunakan *software* GRETL. Persamaan untuk regresi data panel ini adalah sebagai berikut:

$$TBQ_{it} = \alpha + \beta_1 NT_{it} + \beta_2 KM_{it} + \beta_3 KI_{it} + \beta_4 FSIZE_{it} + \beta_5 CR_{it} + \beta_6 DER_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

TBQ_{it} = Tobin's Q perusahaan i pada periode t

α = konstanta

β_1, \dots, β_7 = Koefisien regresi variabel

NT_{it} = Jumlah selisih *tone* positif dan *tone* negatif dalam laporan tahunan perusahaan i pada periode t

KM_{it} = Jumlah kepemilikan manajerial dalam laporan tahunan perusahaan i pada periode t

KI_{it} = Jumlah kepemilikan institusional dalam laporan tahunan perusahaan i pada periode t

$FSIZE_{it}$ = Ukuran perusahaan i pada periode t

CR_{it} = Perbandingan aset lancar dengan hutang lancar (*current ratio*) perusahaan i

pada periode t

DER_{it} = Perbandingan total kewajiban dengan total ekuitas pemegang saham (Debt to Equity Ratio) perusahaan i pada periode t

ROA_{it} = Perbandingan laba bersih dengan aset perusahaan (ROA) i pada periode t

si_t = Error perusahaan i pada periode t

Definisi operasional variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional Variabel
Nilai Perusahaan (TBQ_{it})	Nilai perusahaan adalah ratio nilai pasar ekuitas dan nilai debts terhadap total aset. Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan indikator Tobin's Q.
Net Tone (NT_{it})	<i>Net tone</i> di dapat dari jumlah selisih kalimat positif dan kalimat negatif dalam laporan tahunan perusahaan.
Tone Positif	<i>tone</i> positif di dapat dari jumlah kalimat positif yang digunakan dalam sebuah narasi tekstual sebuah perusahaan, misalnya: "I am pleased to report that we have successfully operated the Singapore Flyer business for the year under review and will continue to strive for more success for this iconic attraction."
Tone Negatif	<i>tone</i> negatif di dapat dari jumlah kalimat negatif yang digunakan dalam narasi tekstual sebuah perusahaan, misalnya: "As the weak business environment is unlikely to turn around quickly in the near term, we have recognized a fair value write down of \$7,8million for the asset."
Kepemilikan Manajerial (KM_{it})	Kepemilikan manajerial merupakan persentase jumlah saham yang beredar yang dimiliki manajemen perusahaan.
Kepemilikan Institusional (KI_{it})	Kepemilikan Institusional adalah persentase saham yang dipegang oleh investor institusi, seperti perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan bank.

<i>Firm Size</i> ($FSIZE_{it}$)	<i>firm size</i> adalah ukuran seberapa besar dan kecilnya perusahaan berdasarkan beberapa ketentuan seperti jumlah keseluruhan modal, pendapatan, penjualan, saham, nilai pasar, log size, jumlah keseluruhan aktiva dan lain sebagainya.
<i>Current Ratio</i> (CR_{it})	<i>Current ratio</i> atau rasio lancar adalah pengukuran yang mengatur keuangan neraca perusahaan likuiditas perusahaan, dan biasa dipakai untuk menunjukkan kemampuan perusahaan membayar hutang jangka pendeknya pada 12 bulan ke depan.
<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER_{it})	<i>Debt to Equity Ratio</i> atau DER adalah perbandingan atau rasio antara hutang perusahaan dengan ekuitas perusahaan.
<i>Return on Asset</i> (ROA_{it})	<i>Return on assets</i> (ROA) adalah pengukuran atau rasio yang menghitung kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari seluruh aset yang dimiliki perusahaan.

HASIL DAN ANALISIS

Deskripsi Data

Jumlah perusahaan dalam penelitian ini adalah sebanyak 102 perusahaan dengan periode pengamatan selama 4 tahun yaitu tahun 2015 sampai dengan tahun 2018. Sedangkan, dari 102 perusahaan tersebut, jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria adalah sebanyak 92 perusahaan. Tabel 2 dibawah ini menyajikan hasil pengujian menggunakan statistik deskriptif untuk sampel yaitu 368 laporan tahunan perusahaan untuk tahun 2015 sampai dengan tahun 2018.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	S.D.	Min	Max
Tobin's Q	1,030	0,848	0,1409	5,57
Net tone	0,065	74,380	-207	294
Kepemilikan an manejeria l	12,077	20,015	0	82,31
Kepemilik an institusi	16,665	19,136	0	81,92

<i>Firm size</i>	12,651	1,230	8,766	18,24
<i>Current ratio</i>	2,176	2,130	0,055	14,75
<i>Debt to equity</i>	0,402	0,420	0,0011	3,22
<i>Return on asset</i>	0,035	0,145	-0,776	2,00

Sumber: Hasil *Output* GRETL

Dari data yang terdapat pada tabel diatas, terdapat 368 sampel dengan 7 variabel, yaitu nilai perusahaan, net tone, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *firm size*, *current ratio*, *debt to equity ratio* dan *return on asset*. Melalui tabel diatas, kita dapat melihat data Mean, Median, Standard Deviasi, Minimum, dan Maximum. Berdasarkan data diatas, dapat dilihat nilai rata-rata (Mean) dari variabel nilai perusahaan yang diteliti adalah 1,030 atau 103%, dimana hal ini menunjukkan rata-rata rasio antara market value of outstanding shares dan debts dengan total asset. Sementara untuk nilai standar deviasi yaitu sebesar 0,85. Lalu untuk nilai minimum nilai perusahaan sebesar 0,14 atau 14% yang merupakan data dari perusahaan PT Jakarta Setiabudi International di tahun 2016. Sedangkan, untuk nilai maximum nilai perusahaan sebesar 5,57 atau sebesar 557% yang merupakan data dari perusahaan Airports of Thailand Public Company Limited pada tahun 2016.

Untuk variabel *net tone*, nilai mean yang diteliti adalah 0,065 atau -6,5% dimana hal ini menunjukkan rata-rata selisih tone positif dan tone negatif dari laporan tahunan. Sedangkan untuk nilai standar deviasi sebesar 74,380. Lalu nilai minimum *net tone* adalah sebesar -207 yang merupakan milik perusahaan Acesite (Phill.) pada tahun 2018. Sedangkan untuk nilai maximum tone pengungkapan sebesar 294 yang merupakan milik perusahaan Malaysia Airports Holdings Berhad pada tahun 2018. Dari data variabel kepemilikan manajerial, nilai mean sebesar 12,077, dimana ini menunjukkan rata-rata rasio antara kepemilikan saham manajemen dengan jumlah saham beredar. Sedangkan untuk nilai standar deviasi sebesar 20. Kemudian, untuk nilai minimum variabel kepemilikan manajerial adalah sebesar 0. Sedangkan untuk nilai maximum variabel kepemilikan

manajerial sebesar 82,31 yang merupakan data dari perusahaan Lasseters pada tahun 2017.

Dari data variabel kepemilikan institusional, nilai mean sebesar 16,6, dimana ini menunjukkan rata-rata rasio antara kepemilikan institusional dengan jumlah saham beredar. Sedangkan untuk nilai standar deviasi sebesar 19,1. Kemudian, untuk nilai minimum variabel kepemilikan institusional adalah sebesar 0. Sedangkan untuk nilai maximum variabel kepemilikan institusional sebesar 81,92 yang merupakan data dari perusahaan Banyan Tree Holding Ltd pada tahun 2017.

Dari data variabel *firm size*, nilai mean sebesar 12,65, dimana ini merupakan rata-rata rasio antara logaritma natural dari total aset. Sedangkan untuk nilai standar deviasi sebesar 1,23. Kemudian, untuk nilai minimum variabel *firm size* adalah sebesar 8,76 yang merupakan data dari perusahaan Yong Tai Berhad pada tahun 2017. Sedangkan untuk nilai maximum variabel *firm size* adalah sebesar 18,244 adalah milik perusahaan MNC Land pada tahun 2018.

Pada data variabel *current ratio*, dapat dilihat nilai mean sebesar 2.176 atau 217,6%, dimana ini menunjukkan rata-rata rasio antara current asset dengan current liabilities. Lalu nilai nilai standar deviasi sebesar 2,130. Selanjutnya, untuk nilai minimum *current ratio* sebesar 0,055 atau 5,5 % merupakan data dari perusahaan Sunway berhad pada tahun 2017. Sedangkan untuk nilai maximum *current ratio* sebesar 14,75 atau 1475% merupakan data dari perusahaan Grand Central Enterprises BHD pada tahun 2017.

Untuk data variabel *debt to equity ratio*, nilai mean sebesar 0,4 atau 40%, dimana hal ini menunjukkan rata-rata rasio antara debt dengan total *equity*. Sedangkan untuk nilai standar deviasi sebesar 0,42. Kemudian, untuk nilai minimum variabel *debt to equity ratio* adalah sebesar 0,0011 yang merupakan data dari perusahaan ACESITE (Phil.) hotel pada tahun 2018. Sedangkan untuk nilai maximum variabel *debt to equity ratio* adalah sebesar 3,22 atau 322% yang merupakan data dari perusahaan PT Panorama Sentra Wisata pada tahun 2015.

Dari data variabel *return on asset*, dapat dilihat nilai mean sebesar 0,0352 atau 3,52%, dimana hal ini menunjukkan rasio antara net profit dengan total asset. Untuk nilai standar deviasi yaitu sebesar 0,145. Kemudian,

return on asset memiliki nilai minimum sebesar -0,776 atau 77,6% adalah milik perusahaan HB Global Limited pada tahun 2015. Sedangkan untuk nilai maximum *return on asset* sebesar 2,00 atau 200% adalah milik perusahaan Grand Plaza Hotel Corporation pada tahun 2015.

Hasil Pengolahan Data

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda untuk mengetahui pengaruh tone dalam laporan tahunan dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian melakukan uji Chow, uji LM, dan uji Hausman terlebih dahulu untuk menentukan model estimasi terbaik dalam mengolah data. Berdasarkan ketiga uji diatas, model yang paling sesuai untuk menganalisis penelitian ini adalah Fixed Effect Model. Penelitian ini melakukan uji heteroskedastisitas karena yang terpilih adalah FEM yang hasilnya adalah terjadi heteroskedastisitas. Karena terjadi heteroskedastisitas, maka untuk menganalisis data dalam penelitian ini digunakan *Weighted Least Square (WLS)*. Berikut ini adalah hasil analisis regresi yang dihasilkan dari *software* GRETL:

Tabel 3. Analisis Regresi

	<i>coefficie nt</i>	<i>std. error</i>	<i>p-value</i>	
const	0,794250	0,167463	<0,0001	** *
Net tone	0,001776	0,000256	<0,0001	** *
Kepemilikan Manajerial	0,006124	0,000996	<0,0001	
Kepemilikan Institusional	-0,00285	0,000535	<0,0001	** *
<i>Firm size</i>	0,002161	0,013106	0,8691	
<i>Current ratio</i>	0,003761	0,007011	0,5920	** *
<i>Debt to Equity</i>	0,120498	0,041193	0,0037	** *
<i>Return on asset</i>	1,08733	0,219980	<0,0001	** *

R-squared	0.379844
Adjusted R-squared	0.367752

Sumber: Hasil *Output* GRETL

hasil Uji Koefisien determinasi (R^2) adalah sebesar 0,3677 yang ditunjukkan melalui Adjusted R-Square. Angka yang dihasilkan ini menunjukkan bahwa net tone,

kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *firm size*, *current ratio*, *debt to equity ratio* dan *return on asset* yang merupakan variabel independen pada penelitian ini hanya mampu menggambarkan 36,77% nilai perusahaan (TBQ) sebagai variabel dependen. Sedangkan sisanya yang sebesar 63,23% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diuji dalam penelitian ini.

Hasil dari uji hipotesis menunjukkan ada tidaknya hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Hubungan ini tercermin dari tingkat signifikansi *p-value*. *P-value* yang lebih kecil dari 0,05 ($p\text{-value} < 0,05$) menunjukkan bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependennya secara signifikan. Arah hubungan variabel independen dengan variabel dependennya akan tercermin pada koefisien. Saat koefisien positif, maka terjadi hubungan positif antara variabel independen dan variabel dependennya. Sebaliknya, saat koefisien negatif, hal ini menunjukkan hubungan yang terjadi antara variabel independen dan variabel dependennya adalah hubungan negatif.

Berdasarkan Tabel 3 variabel *NetTone* memiliki koefisien positif dengan *p-value* lebih kecil dari 0,0001 (<0,0001). Angka dan koefisien ini menyimpulkan bahwa pengungkapan *tone* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel kepemilikan manajerial memiliki koefisien positif dengan *p-value* lebih kecil dari 0,0001 (<0,0001), sehingga kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel terakhir yaitu kepemilikan institusional juga memiliki koefisien negatif dengan *p-value* lebih kecil dari 0,0001 (<0,0001), sehingga kepemilikan institusional juga memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Net Tone Terhadap Nilai Perusahaan

H1: *Net tone* berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, ditemukan bahwa nilai *p-value* dari *net tone* lebih kecil dari 0,0001. Saat nilai *p-value* lebih kecil dari 0,05, Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa net tone berpengaruh signifikan

terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan dalam sektor tourism dan hospitality yang terdaftar di BEI, SET, MYX, SGX, PSE dalam periode 2015-2018. Selain itu, t-ratio dari tone pengungkapan sendiri adalah 6,935, sehingga *net tone* memiliki pengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa *net tone* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga H1 yang diajukan dalam penelitian ini diterima.

Sejalan dengan penelitian Feldman et al. (2010) dengan adanya *tone* pengungkapan, kesan positif dan negatif suatu hal merupakan suatu kesan yang disukai atau tidak disukai, maka dapat disimpulkan bahwa *tone* pada laporan tahunan perusahaan yang memberi kesan positif dapat menimbulkan kesan yang lebih disukai dan lebih baik dari pembaca atau investor. Dengan adanya *tone* pengungkapan akan mempengaruhi pandangan dan tindakan investor terhadap perusahaan tersebut, penilaian investor terhadap perusahaan yang memberikan kesan positif juga merupakan indikator penting. Feldman et al. (2010), menemukan tingkat hubungan return yang cukup tinggi dalam pasar saham setelah dilakukannya perubahan *tone* yang positif pada bagian diskusi dan analisis (MD&A) pada laporan tahunan perusahaan dari pengajuan 10-K dan 10-Q. Menurut penelitian (Aly, D et al., 2018) memberikan bukti bahwa perusahaan di Mesir dengan pengungkapan kabar baik yang lebih besar cenderung mendapatkan keuntungan dan peningkatan nilai perusahaan.

Hasil dari penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya yang menemukan bahwa *tone* pengungkapan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Feldman et al., 2010; Soloman et al., 2014; Aly et al., 2018; Nekhili et al., 2017; Xiao wu et al., 2020; Caglio et al., 2019; González et al 2019).

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

H2: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, ditemukan bahwa nilai p-value dari kepemilikan manajerial lebih kecil dari 0.0001. Saat nilai p-value lebih kecil dari 0,05, hal ini menggambarkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap

nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan dalam sektor tourism dan hospitality yang terdaftar di BEI, SET, MYX, SGX, PSE dalam periode 2015-2018. Selain itu, t-ratio dari kepemilikan manajerial sendiri adalah 6,148 sehingga kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, H2 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dapat diterima. Sejalan dengan penelitian Ningsih (2013) dengan keterlibatan kepemilikan saham, manajer akan bertindak dengan mempertimbangkan segala resiko yang ada serta memotivasi diri untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan. Maka dari itu manajer dapat mendapatkan manfaat dari keputusan yang diambil.

Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai individu pemegang saham akan ikut meningkat pula. Kepemilikan manajerial akan dapat menyeimbangkan dan menyatukan kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham. Dengan begitu akan membuat manajer dapat mendapatkan manfaatnya dari keputusan yang diambil (Hidayah, 2015). Hasil dari penelitian ini didukung oleh beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Mishra & Kapil, 2017; Ningsih, 2013; Rachman, 2012; Abbas, 2013; Rashid, 2016; Hidayat, 2015).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

H3: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pada penelitian ini, ditemukan bahwa nilai p-value dari kepemilikan institusional lebih kecil dari 0,0001. Saat nilai p-value lebih kecil dari 0,05, hal ini menggambarkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan dalam sektor tourism dan hospitality yang terdaftar di BEI, SET, MYX,

SGX, PSE dalam periode 2015-2018. Selain itu, t-ratio dari kepemilikan institusional adalah $-5,323$, sehingga kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, H3 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hal ini bisa ditunjukkan dengan data penelitian kami yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki rata-rata kepemilikan institusionalnya yang besar (diatas 10%) memiliki nilai tobin's Q yang undervalued atau kurang dari 1. Sedangkan perusahaan yang memiliki rata-rata kepemilikan institusionalnya yang kecil (dibawah 10%) memiliki nilai tobin's Q yang overvalued atau lebih dari 1. Berikut adalah tabel data kami:

Tabel 4. Rata-rata Kepemilikan Institusional dibawah 10%

Total Perusahaan	AVG Kepemilikan Institusional	AVG Tbq + 1
44	2,47	1,14

Tabel 5. Rata-rata Kepemilikan Institusional diatas 10%

Total Perusahaan	AVG Kepemilikan Institusional	AVG Tbq + 1
48	29,60	0,92

Hal ini mungkin dikarenakan seperti yang ditunjukkan oleh Bebchuk et al. (2017), investor institusi kurang memiliki insentif untuk berinvestasi secara optimal dalam kegiatan pemantauan dan cenderung berpihak pada manajer perusahaan.

Tsouknidis (2019) menyelidiki hubungan antara kepemilikan institusional dan kinerja perusahaan untuk perusahaan pengiriman yang terdaftar di AS, dan mengungkapkan hubungan negatif yang kuat dengan jeda 1 tahun antara kinerja perusahaan dan kepemilikan institusional. Hal ini didorong dengan bukti investor institusional yang biasanya memiliki rencana investasi yang lebih pendek. Schmidt & Fahlenbrach (2017) dalam penelitiannya menggunakan data untuk indeks Russell 1000 dan Russell 2000 yang disediakan oleh Russell Investments dari 1992 hingga 2010, menyebutkan para pemegang saham bereaksi negatif terhadap adanya pengumuman direktur baru setelah

adanya peningkatan kepemilikan institusional dengan mengatakan bahwa investor institusional cenderung tidak memiliki kapabilitas untuk aktivitas tata kelola perusahaan, sehingga peningkatan kepemilikan institusional melemahkan tata kelola perusahaan yang berdampak pada nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Untuk mengetahui hubungan pengungkapan *tone*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, maka penelitian ini dilaksanakan secara terstruktur. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan sampel sebanyak 92 perusahaan di sektor tourism dan hospitality yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI, *Stock Exchange of Thailand (SET)*, *Malaysia Stock Exchange (MYX)*, *Singapore Stock Exchange (SGX)*, *Philippine Stock Exchange (PSE)*) dalam periode 2015-2018. Jumlah data yang diamati yaitu sebanyak 368 sampel.

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan dan pembahasan yang telah dijabarkan, peneliti menyimpulkan hasil penelitian sebagai berikut:

- Hipotesis H1 diterima, karena penelitian ini menemukan bahwa pengungkapan *tone* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Hipotesis H2 diterima, karena penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan nilai perusahaan.
- Hipotesis H3 ditolak, karena penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

Berdasarkan analisis dan pembahasan, peneliti memberikan beberapa saran sebagai berikut:

- Hasil koefisien determinasi adalah sebesar $0,367752$, yang menunjukkan variabel independen hanya mampu menggambarkan $36,77\%$ dari variabel dependen. Maka dari itu, penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan dan menambahkan variabel dan dapat mengembangkan

- model penelitian yang lain. Selain itu, dapat mempertimbangkan variabel kontrol lainnya untuk dijadikan objek penelitian.
- b. Untuk penelitian selanjutnya, dapat mempertimbangkan sektor industri yang lain untuk diuji karena akan mendapatkan hasil yang berbeda karena penelitian ini terbatas pada sektor tourism dan hospitality.
 - c. Penelitian ini juga terbatas dengan 5 negara di ASEAN (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapore dan Thailand). Maka dari itu, penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan sampel dari negara lain karena setiap negara dan kawasan memiliki budaya dan karakteristik yang berbeda-beda.
 - d. Perusahaan diharapkan dapat menggunakan framing atau bingkai informasi yang positif untuk menghadapi informasi yang negatif “misal: karena bahan baku yang semakin langka dan mahal, kami telah mengantisipasinya dengan menggunakan bahan X sebagai alternatif yang lebih efisien dan terjangkau.”
 - e. Investor disarankan untuk mempertimbangkan adanya struktur kepemilikan dalam perusahaan yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dan asimetri informasi yang akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan.

DAFTAR REFERENSI

- Abbas, Asad. (2013). Impact of Large Ownership on Firm Performance: A Case of non Financial Listed Companies of Pakistan. *World Applied Sciences Journal*, 21 (8), pp: 1141-1152.
- Abdolkhani. (2013). Effect of Managerial Ownership Concentrated on Firm Return and Value: Evidence from Iran Stock Market. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 3 (1), pp: 46-51
- Abeyrathna, S. P. G. M., & Priyadarshana, A. J. M. (2018). Impact of firm size on profitability (Special reference to listed manufacturing companies in Sri Lanka). *International Journal of Scientific and Research Publications*, 9(6), 561–564. <https://doi.org/10.29322/IJSRP.9.06.2019.p9081>
- Agrestya, W. (2013). Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan Dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 1–26.
- Aly, D., El-Halaby, S., & Hussainey, K. (2018). tone disclosure and financial performance: Evidence from Egypt. *Accounting Research Journal*, 31(1), 63–74. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2016-0123>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A, & Hirst, S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89-102.
- Beretta, V., Demartini, C., & Trucco, S. (2019). Does environmental, social and governance performance influence intellectual capital disclosure tone in integrated reporting? *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 100–124. <https://doi.org/10.1108/JIC-02-2018-0049>
- Brigham, E.F., & Daves, P.R. (2013). *Intermediate Finance Management* (8th ed.). Thomson- South Western.
- Brigham, E.F., & Ehrhardt, M.C. (2005). *Financial Management: Theory & Practice*. (13th ed.). Singapore Cengage Learning Asia Pte Ltd
- Brigham, E.F., & Houston, J.F. (2014). *Essentials of Financial Management*. (3th ed.). Singapore Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Caglio, A., Melloni, G., & Perego, P. (2020). Informational Content and Assurance of Textual Disclosures: Evidence on Integrated Reporting.

- European Accounting Review*, 29(1), 55–83.
<https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1677486>
- Chun, S. E., & Lee, M. H. (2017). Corporate Ownership Structure and Risk Taking Evidence From Japan. *Journal of Governance and Regulation*, 6(4), 39-52.
- Chung, K.H. and Zhang, H., (2011). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(01), pp.247-273.
- Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2003). Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research*, 33(3), 171–185.
<https://doi.org/10.1080/00014788.2003.9729645>
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language*: Content of Earnings Press Release Language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845–868.
<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Demers, E., Vega, C., (2011). Linguistic Tone in Earnings Announcements: News or Noise. *FRB International Finance Discussion Paper*, 951.
- Desoky, A.M. and Mousa, G.A., (2013). An empirical investigation of the influence of ownership concentration and identity on firm performance of Egyptian listed companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(2), 164-188.
- Drover, W., Wood, M. S., & Corbett, A. C. (2018). Toward a Cognitive View of Signalling Theory: Individual Attention and Signal Set Interpretation: Toward a Cognitive View of Signalling Theory. *Journal of Management Studies*, 55(2), 209–231.
<https://doi.org/10.1111/joms.12282>
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual Report Readability, tone Ambiguity, and the Cost of Borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 811–836.
<https://doi.org/10.1017/S0022109017000187>
- EY. (2015). Annual Reporting in 2014: Reflections on the Past, Direction for the Future.
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Annual_reporting_in_2014_reflections_on_the_past_direction_for_the_future/\\$FILE/EY-Annual-reporting-in-2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Annual_reporting_in_2014_reflections_on_the_past_direction_for_the_future/$FILE/EY-Annual-reporting-in-2014.pdf)
- Filsarae i, M., & Moghaddam, R. J. (2016). The Impact of Corporate Governance Characteristics on the of Financial Distress. *International Finance and Banking*, 3(2), 162.
<https://doi.org/10.5296/ifb.v3i2.10370>
- Fu, L., Singhal, R., & Parkash, M. (2016). Tobin's q Ratio and firm performance. *International research Journal of Applied finance*, 1(11), 1-10.
- García-Sánchez, I.-M., & Noguera-Gámez, L. (2017). Integrated Reporting and Stakeholder Engagement: The Effect on Information Asymmetry: Integrated Reporting and Information Asymmetry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(5), 395–413.
<https://doi.org/10.1002/csr.1415>
- Gitman, Lawrence J., & Zutter, Chad J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14th ed.). Prentice Hall.
- González, M., Guzmán, A., Téllez, D. F., & Trujillo, M. A. (2021). What you say and how you say it: Information disclosure in Latin American firms. *Journal of Business Research*, 127, 427–443.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.05.014>
- González, M., Guzmán, A., Tellez-Falla, D.

- F., & Trujillo, M. A. (2019). Governance, sentiment analysis, and initial public offering underpricing. *Corporate Governance: An International Review*, 27(3), 226–244. <https://doi.org/10.1111/corg.12272>
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1470807>
- Hidayah, N. (2017). PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS) DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN PROPERTY DAN REAL ESTAT DI BURSA EFEK INDONESIA. *Jurnal Akuntansi*, 19(3), 420. <https://doi.org/10.24912/ja.v19i3.89>
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2014). tone Management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083–1113. <https://doi.org/10.2308/accr-50684>
- Hughen, L., Lulseged, A., Upton, D.R. (2014), Improving stakeholder value through sustainability and integrated reporting. *The CPA Journal*, 84(3), 57-61
- Husna, A., & Satria, I. (2019). EFFECTS OF RETURN ON ASSET, DEBT TO ASSET RATIO, CURRENT RATIO, FIRM SIZE, AND DIVIDEND PAYOUT RATIO ON FIRM VALUE. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50–54. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8595>
- Iswajuni, I., Manasikana, A., & Soetedjo, S. (2018). The effect of enterprise risk management (ERM) on firm value in manufacturing companies listed on Indonesian Stock Exchange year 2010- 2013. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2), 224–235. <https://doi.org/10.1108/AJAR-06-2018-0006>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. 56.
- Jiang, F., Kim, K.A., (2015). Corporate governance in China: a modern perspective. *J. Corp. Finance*, 32, 190–216.
- Juniarti dan Agnes A. Sentosa, (2009, November.) Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Hutang (Cost of Debt), *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 11 (2), 88-100.
- Kamardin, H., & Haron, H. (2011). Internal corporate governance and board performance in monitoring roles: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 9(2), 119–140. <https://doi.org/10.1108/1985251111173095>
- Kang, T., Park, D.-H., & Han, I. (2018). Beyond the numbers: The effect of 10-K tone on firms' performance predictions using text analytics. *Telematics and Informatics*, 35(2), 370–381. <https://doi.org/10.1016/j.tele.2017.12.014>
- Kao, M.-F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 189–216. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Karpavicius, S., & Yu, F. (2017). How Institutional Monitoring Creates Value: Evidence for the Free Cash Flow Hypothesis. *International Review of Economics & Finance*, 52, 127-146. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.10.016>
- Kasmir. (2017). *Analisis Laporan Keuangan* (ed. 10). PT Raja Grafindo Persada.
- Kateb, I. (2015). The Determinants of

- Intellectual Capital Disclosure: Evidence from French stock exchange. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 1(1), 628.
<https://doi.org/10.5296/ijafr.v4i2.6579>
- Kim, J., Kwak, J., & Lee, K. (2015). Estimating Tobin's Q for Listed Firms in Korea (1980-2005): Comparing Alternative Approaches and an Experiment with Investment Functions. *Seoul Journal of Economics*, 28(1), 1-29.
- Laurenzia, Claudia and Sufiyati. 2015. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Dewan Komisaris, Likuiditas, Aktivitas, dan Leverage terhadap Financial Distress Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2013--2014. *Jurnal Ekonomi*, 20(1), 72-88.
- Levin, I.P., Gaeth, G.J., (1988). How consumers are affected by the framing of attribute information before and after consuming the product. *J. Consum. Res.* 15 (3), 374–378.
- Levin, I.P., Schneider, S.L., Gaeth, G.J., (1998). All frames are not created equal: a typology and critical analysis of framing effects. *Organ. Behav. Hum. Decis. Process.* 76 (2), 149–188.
- Li, F., 2010. The determinants and information content of the forward-looking statements in corporate filings - a naive bayesian machine learning approach. *J. Account. Res.* 48 (5), 1049–1102.
- Lindenberg, Eric B., Stephen A. Ross. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, 54 (1), 1-32.
- Loughran, T., McDonald, B., 2011. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *J. Finance*, 66 (1), 35–65.
- Mahariana, I. D. G. P., & Ramantha, I. W. (2014). PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL PADA MANAJEMEN LABA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7.2, 519–528.
- Makri, V., Tsagkanos, A., Bellas, A. (2014), Determinants of nonperforming loans: The case of eurozone. *Panoeconomicus*, 2, 193-206
- Marsha, N., & Murtaqi, I. (2017). THE EFFECT OF FINANCIAL RATIOS ON FIRM VALUE IN THE FOOD AND BEVERAGE SECTOR OF THE IDX. *Journal of Business and Management*, 13.
- Melloni, G., Stacchezzini, R., & Lai, A. (2016). The tone of business model disclosure: An impression management analysis of the integrated reports. *Journal of Management & Governance*, 20(2), 295–320.
<https://doi.org/10.1007/s10997-015-9319-z>
- Mishra, R., & Kapil, S. (2017). Effect of ownership structure and board structure on firm value: Evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(4), 700–726.
<https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0059>
- Moeljadi. (2014). Factors affecting firm value: theoretical study on public manufacturing firm in Indonesia. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 5(2), 6-15.
- Moradi, N. S., Aldin, M. M., Heyrani, F., & Iranmahd, M. (2012). The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Firm Performance: A Panel Data Approach from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4(6), p86.
<https://doi.org/10.5539/ijef.v4n6p86>

- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41–52.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>
- Ningsih, Hana Ratna. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Rasio Pengembalian Aktiva Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Industri Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Universitas Komputer Indonesia*.
- Noradiva, H., Parastou, A., & Azlina, A. (2016). The Effects of Managerial Ownership on the Relationship between Intellectual Capital Performance and Firm Value. *International Journal of Social Science and Humanity*, 6(7), 514–518.
<https://doi.org/10.7763/IJSSH.2016.V6.702>
- Nugrahanti, Y. W., & Novia, S. (2012). Pengaruh Ownership Structure Sebagai Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Perbankan. *Jurnal Manajemen*, 20.
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), pp.74-95.
- Pivac, S., Vuko, T., & Cular, M. (2017). Analysis of annual report disclosure quality for listed companies in transition countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 721– 731.
<https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1311231>
- Price, M.K., Doran, J.S., Peterson, D.R., Bliss, A., (2012). Earnings conference calls and stock returns: the incremental informativeness of textual tone. *J. Bank. Finance*, 36
- Rachman, Achmad Arif. (2012). Pengaruh Corporate Social Responsibility, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2008-2010. *Jurnal Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Surabaya*.
- Rahman, S. (2019). Discretionary tone, annual earnings and market returns: Evidence from UK Interim Management Statements. *International Review of Financial Analysis*, 65, 101384.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.10.1384>
- Rahman, S., Walker, M., & Schleicher, T. (2019). Comparing Manual Against Automated Measures of the tone of Interim Management Statements: A Market Based Approach. *Accounting Issues*.
- Rashid, A. (2016). Managerial Ownership and Agency Cost: Evidence from Bangladesh. *Journal of Business Ethics*, 137(3), 609–621.
<https://doi.org/10.1007/s10551-015-2570-z>
- Sabrin., Sarta, B., Takdir D. S., & Sujono. (2016). The effect of profitability on firm value in manufacturing company at Indonesia stock exchange. *The international journal of engineering and science*, 5(10), 81-89.
- Saemargani, F. I., & Mustikawati, R. I. (2015). Pengaruh ukuran perusahaan, umur perusahaan, profitabilitas, solvabilitas, ukuran kap, dan opini auditor terhadap audit delay. *Jurnal Nominal*, 4(2), 1–15.
<https://doi.org/10.21831/nominal.v4i2.7996>
- Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? *Journal of Financial Economics*, 124(2), 285– 306.

<https://doi.org/10.1016/j.ifineco.2017.01.005>

- Setyono, V. G., & Hatane, S. E. (2017). Pengaruh Ownership Structure Terhadap Firm Performance Melalui VOLUNTARY DISCLOSURE OF INTELLECTUAL CAPITAL SEBAGAI VARIABEL MEDIASI. *Business Accounting Review*, 5(2), 109–120.
- Shoaib, K., & Yasushi, S. (2016). Ownership and Capital Structure of Pakistani Non Financial Firms. *E- Finance*, 12(1), 57–67.
<https://doi.org/10.1515/fiqf-2016-0136>
- Siahaan, E., Gultom, P., Lumbanraja, P. (2016). Improvement of employee banking performance based on competency improvement and placement working through career development (case study in Indonesia). *International Business Management*, 10(3), 255-261.
- Sims, T., Tsai, J.L., Jiang, D., Wang, Y., Fung, H.H., Zhang, X., (2015). Wanting to maximize the positive and minimize the negative: implications for mixed affective experience in American and Chinese contexts. *J. Pers. Soc. Psychol.* 109 (2), 292.
- Solomon, D.H., Soltes, E., Sosyura, D., (2014). Winners in the spotlight: Media coverage of fund holdings as a driver of flows. *J. Financ. Econ.* 113 (1), 53–72.
- Sukamulja, Sukmawati. (2004). Good corporate governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG terhadap Kinerja Perusahaan (kasus di Bursa Efek Jakarta). *BENEFIT*, 1-25.
- Susanti, R. dan Mildawati, T. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional dan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 3(1), 1-18.
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional Ownership and Firm Value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*. 7(2), 1-22.
- Thomsen, S., & Conyon, M. (2012). *Corporate governance: Mechanisms and systems*. McGraw Hill.
- Ting, I. W. K., Kweh, Q. L., Lean, H. H., & Ng, J. H. (2016). Ownership Structure and Firm Performance: *The Role of R&D*. 21.
- Tsouknidis, D. A. (2019). The effect of institutional ownership on firm performance: The case of U.S.- listed shipping companies. *Maritime Policy & Management*, 46(5), 509–528.
<https://doi.org/10.1080/03088839.2019.1584408>
- Tversky, A., Kahneman, D., (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science* 185 (4157), 1124.
- World Tourism Organization. (2014). *Why tourism?*
<http://www2.unwto.org/content/why-tourism>.
- Xiao Wu, D., Yao, X., & Luan Guo, J. (2021). Is Textual tone Informative or Inflated for Firm's Future Value? Evidence from Chinese Listed Firms. *Economic Modelling*, 94, 513–525.
<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.027>
- Yekini, L. S., Wisniewski, T. P., & Millo, Y. (2016). Market reaction to the positiveness of annual report narratives. *The British Accounting Review*, 48(4), 415–430.
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.12.001>