



Website:

ejournal.umm.ac.id/index.php/jrak

***Correspondence:**

novidellia@gmail.com

DOI: 10.22219/jrak.v12i2.20645

Citation:

Noviastuti, D, S., Ferina, I, S., & Priyati, R, Y. (2022). Analisis Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 12(2),416-431.

Article Process

Submitted:

May 18, 2022

Reviewed:

July 15, 2022

Revised:

August 18, 2022

Accepted:

August 19, 2022

Published:

August 31, 2022

Office:

Department of Accounting
University of Muhammadiyah Malang
GKB 2 Floor 3.
Jalan Raya Tlogomas 246,
Malang, East Java,
Indonesia

P-ISSN: 2615-2223

E-ISSN: 2088-0685

Article Type: Research Paper

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Dellia Santi Noviastuti^{*1}, Ika Sasti Ferina², Rini Yayuk Priyati³

Affiliation:

^{1,3}Fakultas Ekonomi, Universitas Terbuka, Jakarta, Indonesia

²Fakultas Ekonomi, Universitas Sriwijaya, Palembang, Indonesia

ABSTRACT

This study extends examining the effect of capital structure (Debt Equity Ratio) on firm performance (Tobin's q dan ROA), quadratic (concave) effect of capital structure on firm performance, the effect of Multiple Large Shareholder Structure (MLSS) and institutional ownership on firm performance. This study differ from previous studies by pinpointing the category of debt to calculate Debt to Equity Ratio. The sample of this study is 424 observations from 53 non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange including Index Kompas 100 from 2013 to 2020. Using fixed effect panel regression, this research finds inconsistent evidence that capital structure has insignificant negative effect on firm performance and has not a quadratic (concave) effect on firm performance. This study finds MLSS have insignificant negative effect on firm performance. This result could be caused by ownership structure in Indonesia is concentrated and percentage of MLSS is small. MLSS can not monitor the largest shareholder. This study also finds institutional ownership has insignificant negative effect on firm performance. This result could be caused by percentage of institutional ownership is small that can not monitoring manager behaviour in determining debt and dividen policy.

KEYWORDS: Capital Structure; Firm Performance; Institutional Ownership; Multiple Large Shareholder.

INTRODUCTION

417

Suku bunga acuan (*BI 7-Day Reverse Repo Rate*) mengalami penurunan dalam 6 bulan berturut-turut sejak Juli 2019 sebesar 0,25 % dan terus menurun hingga Desember 2019 menjadi 5%. Penurunan suku bunga ini seiring bayang-bayang perlambatan ekonomi global. Bank Dunia mencatat perekonomian global melambat sejak 2017 dan diprediksi akan berlanjut hingga 2020. Berdasarkan data BPS, penurunan suku bunga BI dimulai sejak Januari 2015 dari 7,75% hingga mencapai 3,75% di Desember 2020. Dimana pada tahun-tahun sebelumnya, suku bunga acuan mengalami tren kenaikan. Secara umum, ketika suku bunga naik, maka harga saham cenderung turun dan sebaliknya. Perubahan suku bunga acuan BI sejak 2015 menimbulkan fluktuasi harga saham yang tercermin pada kenaikan dan penurunan indeks harga saham gabungan. Pada tahun 2015, indeks saham turun -12 %. Kemudian mengalami kenaikan selama tahun 2016 s.d. 2017. Penurunan indeks saham kembali terjadi pada tahun 2018 dan 2020. Titik terendah IHSG terjadi pada 24 Maret 2020 dimana IHSG mengalami penurunan sebesar 37,49% dibandingkan akhir 2019 yang merupakan yang terendah sejak 28 Juni 2012 di level 3.887.

Kondisi kenaikan dan penurunan bunga tersebut mempengaruhi bisnis perusahaan yang berencana memperluas usahanya (ekspansi) yang memerlukan tambahan dana internal (modal sendiri) maupun eksternal (hutang). Pembiayaan dari hutang menimbulkan beban bunga yang akan mempengaruhi laba bersih perusahaan. Ketika suku bunga turun, maka laba bersih perusahaan diperkirakan naik karena penurunan beban bunga dan sebaliknya. Pilihan pembiayaan tersebut tercermin dalam struktur modal perusahaan dimana penambahan utang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Namun penambahan utang dapat menurunkan kinerja perusahaan setelah titik optimal terlampaui. Titik optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara keuntungan pajak (*tax debt shield*), resiko kebangkrutan (*financial distress*) dan biaya keagenan (*agency cost*) atau terjadi *trade-off* antara manfaat dan biaya yang dikeluarkan karena penggunaan utang (Myers, 1977).

Penelitian Haryono et al., (2017) di Bursa Efek Indonesia menyimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh secara *non linier* (kuadratik) terhadap kinerja perusahaan. Kesimpulan yang sama diperoleh dari penelitian Margaritis & Psillaki (2010), Fosu (2013), Bae et al., (2017), Dalci (2018), Salam & Shourkashti (2019), Ayaz (2019), Mardones & Cuneo (2020). Selanjutnya Yusuf & Aleemi (2020) menemukan hubungan positif namun tidak terdapat pengaruh non linier (kuadratik). Sedangkan Aziz & Abbas (2019), Ibrahim & Isiaka (2020), Patrisia (2020) menemukan hubungan negatif.

Penelitian-penelitian terdahulu menghasilkan kesimpulan yang berbeda dan tidak seluruhnya menemukan adanya hubungan non linier (kuadratik). Sehingga penelitian ini menjadi penting untuk menginvestigasi lebih jauh pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan yang termasuk dalam Indeks Kompas 100 dengan menggunakan 2 kategori *debt* yaitu pertama, kategori *debt* (*short term debt* dan *long term debt*) adalah utang *bank* (*bank loan*) dan *capitalized leased obligations* sesuai Haryono et al., (2017). Kedua, *debt* meliputi total utang (seluruh *short term debt* dan *long term debt*) sesuai penelitian Majumdar Sumit & Pradeep (1999) dan (Hovey, 2007). Alasan menggunakan dua kategori *debt* tersebut adalah adanya unsur bunga di dalam jenis *debt* selain *bank* (*bank loan*) dan *capitalized leased obligations*, sehingga pemilihan kategori *debt* sangat memengaruhi pengujian hipotesa yaitu apakah struktur modal berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap kinerja perusahaan.

JRAK

12.2

Parameter untuk mengukur kinerja perusahaan dalam penelitian ini meliputi pendekatan berbasis akuntansi (*accounting performance*) yaitu *return on asset* (ROA) dan pendekatan berbasis pasar (*market performance*) yaitu *Tobin's q*. Teori struktur modal terbagi menjadi beberapa

pendekatan yaitu pertama, pendekatan tradisional berpendapat bahwa terdapat struktur modal yang optimal yaitu struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal dapat diubah-ubah supaya diperoleh nilai perusahaan yang optimal (Durand, 1952). Kedua, pendekatan Modigliani & Miller (1958) menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kemudian pada awal tahun 1960-an, keduanya memasukkan faktor pajak ke dalam analisis mereka dan menyimpulkan bahwa nilai perusahaan dengan utang lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan tanpa utang (M. Hanafi, 2016).

Teori keagenan Jensen & Meckling, (1976) menjelaskan hubungan keagenan sebagai kontrak antara prinsipal (pemegang saham) dengan agen (manajer). Tindakan manajer tidak jarang ingin meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri bukannya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Adanya perbedaan kepentingan ini mengakibatkan terjadinya konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Selain konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham, konflik keagenan juga dapat terjadi diantara pemegang saham dan kreditur, serta pemegang saham mayoritas dan minoritas (Eisenhardt, 1989).

Attig et al., (2009) menjelaskan bahwa perusahaan termasuk memiliki *Multiple Large Shareholder Structure (MLSS)* jika perusahaan tersebut mempunyai lebih dari satu pemegang saham besar dengan kepemilikan lebih dari 10% selain pemegang saham terbesarnya. Keberadaan MLSS kemungkinan mempunyai dua peranan dalam suatu perusahaan. Pertama, berdasarkan *efficient-monitoring hypothesis*, keberadaan MLSS mempunyai kemampuan dan dorongan untuk mengawasi pemegang saham terbesarnya (*largest shareholder*) dalam mengambil keuntungan pribadi. Hal ini dapat mencegah terjadi *profit diversion*. Attig et al., (2009) berpendapat bahwa peranan MLSS sebagai pengawas dapat berpotensi mengurangi konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Berdasarkan hipotesis pembentukan koalisi (*coalition formation hypothesis*), MLSS dalam perusahaan mungkin dapat saling berkoalisi dan berbagi keuntungan pribadi yang merugikan pemegang saham minoritas sehingga nilai perusahaan turun.

Pengertian kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional antara lain perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, dana pensiun. Lin & Fu, (2017) berpendapat bahwa peran serta aktif investor institusional dalam monitoring kegiatan usaha perusahaan dapat menurunkan asimetri informasi dan masalah keagenan berakibat kinerja perusahaan akan meningkat. Haryono et al., (2017) menemukan bahwa jumlah kepemilikan institusional yang semakin banyak akan meningkatkan kinerja perusahaan. Handriani & Robiyanto, (2019) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *Tobin's q*.

Teori *Trade off* menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan sampai dengan titik optimal. Penggunaan utang akan meningkatkan kinerja perusahaan sampai dengan batas *leverage* tertentu (optimal). Pada saat tingkat suku bunga turun, maka perusahaan akan menggunakan utang lebih banyak untuk melakukan ekspansi maupun membiayai kegiatan operasional perusahaan. Penelitian sebelumnya oleh Fosu (2013), Bae et al., (2017), Haryono et al., (2017), Dalci (2018), Domnick (2018), (Salam & Shourkashti, 2019), Siregar & Pambudi (2019), Ayaz (2019), Yusuf & Aleemi (2020) menemukan hubungan positif antara struktur modal dengan kinerja perusahaan. Berdasarkan Teori *Trade off* dan hasil penelitian sebelumnya maka dapat dihipotesiskan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (*Tobin's q* dan *ROA*).

H₁ : Terdapat pengaruh positif struktur modal (DER) terhadap *Tobin's q*

H₅ : Terdapat pengaruh positif struktur modal (DER) terhadap ROA

419

Teori *Trade Off* dari Myers (1977) menyatakan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan kinerja perusahaan sampai dengan batas *leverage* tertentu (optimal). Namun, setelah titik optimal terlewati, penggunaan *leverage* akan mengakibatkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang semakin besar sehingga kinerja perusahaan dapat menurun. Kondisi ini akan membentuk kurva *inverted U-shaped* (kuadratik). Beberapa penelitian terdahulu menyimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dan membentuk kurva *inverted U-shaped* yaitu Margaritis & Psillaki (2010), Fosu (2013), Haryono et al., (2017), Dalci (2018), dan (Salam & Shourkashti, 2019). Berdasarkan Teori *Trade off* dan hasil penelitian sebelumnya maka dapat dihipotesiskan bahwa jika struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan maka apakah merupakan hubungan *non-linier* (kuadratik) dan membentuk kurva *concave* yang artinya terdapat titik optimal untuk penggunaan utang.

H₂ : Struktur modal (DER) berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap Tobin's *q*

H₆ : Struktur modal (DER) berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap ROA.

Sesuai *efficient-monitoring hypothesis*, keberadaan *MLSS* dapat berfungsi membatasi pengambilalihan keuntungan pribadi oleh pemegang saham mayoritas dengan memantau perilaku pemegang saham mayoritas tersebut. Penelitian Maury & Pajuste (2005), Attig et al., (2009), Vintilä et al., (2014), Jeong & Piao (2019) menemukan bahwa keberadaan *MLSS* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan *efficient-monitoring hypothesis* dan hasil penelitian sebelumnya dapat dihipotesiskan adanya *MLSS* dapat berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

H₃ : Terdapat pengaruh positif *MLSS* terhadap Tobin's *q*

H₇ : Terdapat pengaruh positif *MLSS* terhadap ROA

Shleifer & Vishny (1986) berpendapat bahwa pihak eksternal mempunyai dorongan yang kuat untuk memonitor perusahaan sehingga keberadaan pemegang saham eksternal dapat mengurangi konflik keagenan. Tujuan kepemilikan institusional adalah untuk mengawasi manajemen dengan melakukan proses pemantauan secara efektif. Menurut Gillan & Starks (2003), investor institusional bukan partisipan aktif dalam manajemen, tetapi memiliki hak mempengaruhi manajer melalui hak suara mereka. Keaktifan investor institusional dalam memonitor perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi dan masalah keagenan sehingga kinerja perusahaan meningkat (Lin & Fu, 2017). Penelitian Masry (2015), Asadi & Pahlevan (2016), Haryono et al., (2017) menunjukkan pengaruh positif kepemilikan institusi terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan tujuan kepemilikan institusional dan hasil penelitian sebelumnya, maka penelitian ini memperkirakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

H₄ : Terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap Tobin's *q*

H₈ : Terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap ROA

METHOD

Sampel dan Data

JRAK
12.2

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 53 perusahaan non keuangan termasuk dalam Indeks Kompas 100 di BEI tahun 2013 s.d. 2020 dengan jumlah data sebanyak 424. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik *purposive sampling* yaitu sampel yang memiliki kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan non keuangan yang termasuk dalam Indeks Kompas 100.
Perusahaan keuangan dikeluarkan dari sampel karena perusahaan sektor keuangan tidak relevan untuk dianalisa dengan *DER* karena model bisnisnya melibatkan hutang berbunga (dana nasabah) dengan jumlah yang sangat besar.
2. Perusahaan bukan merupakan perusahaan BUMN.

BUMN tidak termasuk dalam sampel karena penelitian ini berpendapat bahwa semua kebijakan dalam perusahaan yang dimiliki oleh negara ditentukan oleh pemerintah. Apabila perusahaan BUMN memiliki *multiple large shareholder structure (MLSS)*, maka peranan dari pemegang saham besar tersebut tidak akan memengaruhi kebijakan pemegang saham terbesarnya (pemerintah) (Haryono et al., 2017).

3. Perusahaan tidak mengalami delisting selama periode penelitian 2013 s.d. 2020.
4. Perusahaan mempunyai nilai ekuitas positif selama periode penelitian 2013 s.d. 2020.
Perusahaan yang memiliki ekuitas negatif dikeluarkan dari sampel penelitian, karena perusahaan dengan ekuitas negatif pada umumnya disebabkan oleh *cumulative loss* akan cenderung menggunakan pendanaan utang lebih banyak untuk kegiatan operasional perusahaan (Haryono et al., 2017).

Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

Ukuran kinerja perusahaan sesuai penelitian Tobin & Brainard, (1976) yaitu *Tobin's q* (pendekatan berbasis pasar) dengan rumus :

$$Tobin's\ q = \frac{Total\ market\ value + Total\ book\ value\ of\ liabilities}{Total\ book\ value\ of\ assets}$$

$$Total\ market\ value = Total\ outstanding\ shares \times Current\ share's\ price$$

Ukuran kinerja perusahaan yaitu *return on asset (ROA)* untuk pendekatan berbasis akuntansi. Rumus *ROA* adalah :

$$ROA = \frac{EBITDA}{Total\ Asset}$$

Struktur modal menggunakan *proxy debt to equity ratio (DER)* dengan formula :

$$DER = \frac{Nilai\ buku\ total\ utang}{Ekuitas}$$

Penelitian ini mengacu pada penelitian Attig et al., (2009) dan Haryono et al., (2017) dalam menentukan definisi *MLSS* yaitu :

$$MLSS = \frac{\% \text{ kepemilikan saham oleh } second\ largest\ shareholder}{\% \text{ kepemilikan saham oleh } first\ largest\ shareholder}$$

Pemegang saham terbesar kedua adalah pemegang saham yang memiliki kepemilikan saham terbesar kedua setelah pemegang saham terbesar dalam struktur kepemilikan perusahaan dengan persentase kepemilikan lebih besar dari 10%.

Kepemilikan saham institusional dalam penelitian ini adalah kepemilikan saham oleh investor institusi keuangan yang mengacu pada penelitian Margaritis & Psillaki (2010), Haryono et al., (2017), Saleh et al., (2017). Proksi yang digunakan yaitu jumlah persentase saham yang

dimiliki oleh perusahaan institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, reksadana dan investasi.

421

Penelitian ini menggunakan variabel kontrol mengikuti *proxy* dalam penelitian Haryono et al., (2017) dan Mardones & Cuneo (2020). Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti. Fungsi variabel kontrol adalah sebagai alat untuk memastikan bahwa dalam suatu penelitian tidak ditemukan adanya variabel yang dihilangkan (*omitted variable*). Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah :

1. Pertumbuhan Perusahaan (*GROWTH*) yaitu selisih total pendapatan penjualan (*sales revenue*) perusahaan pada periode sekarang dan periode sebelumnya dibagi dengan pendapatan penjualan periode sebelumnya.
2. Ukuran perusahaan (*SIZE*) yaitu nilai logaritma natural dari total aset.
3. Struktur Aset (*TANG*) yaitu total *fixed asset* dibagi dengan total dari aset perusahaan.
4. *Capital Expenditure* (*CAPEX*) yaitu rasio *capital expenditure* terhadap total aset. *Capital expenditure* atau pengeluaran modal merupakan dana yang digunakan untuk memperoleh aset selain yang berhubungan dengan proses akuisi, termasuk tetapi tidak terbatas pada penambahan tanah, bangunan, peralatan dan investasi pada mesin dan equipment.
5. Umur Perusahaan (*AGE*) yaitu jumlah umur atau tahun perusahaan sejak perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai dengan periode penelitian.

Model Penelitian

Model 1 :

$$\text{Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DER}_{it} + \beta_2 \text{DER}_{it}^2 + \beta_3 \text{MLSS}_{it} + \beta_4 \text{INS}_{it} + \beta_5 \text{GROWTH} + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{TANG} + \beta_8 \text{CAPEX} + \beta_9 \text{AGE} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Model 2 :

$$\text{ROA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DER}_{it} + \beta_2 \text{DER}_{it}^2 + \beta_3 \text{MLSS}_{it} + \beta_4 \text{INS}_{it} + \beta_5 \text{GROWTH} + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{TANG} + \beta_8 \text{CAPEX} + \beta_9 \text{AGE} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

dimana:

Tobins'q : Kinerja perusahaan (*market base*)

ROA : Kinerja perusahaan (*accounting base*)

DER : *debt to equity ratio*

DER² : Rasio *debt to equity* yang dikuadratkan

MLSS : *Multiple large shareholder structure*

INS : Persentase kepemilikan oleh investor institusional

Variabel Kontrol : *GROWTH, SIZE, TANG, CAPEX, AGE*

β_0 : penduga bagi intersep

β_1, \dots, β_i : koefisien regresi

ϵ_{it} : error

RESULTS AND DISCUSSIONS

Hasil Pemilihan Sampel

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non keuangan termasuk dalam Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2013 s.d. 2020 (8 tahun). Proses pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan hasil pada tabel 1.

| Keterangan | Jumlah |
|---|------------|
| Jumlah perusahaan dalam Indeks Kompas 100 | 100 |
| Perusahaan keuangan selama periode 2013 s.d. 2020 | -19 |
| Perusahaan BUMN selama periode 2013 s.d. 2020 | -9 |
| Perusahaan yang baru listing selama periode 2013 s.d. 2020 | -3 |
| Perusahaan mengalami delisting selama periode 2013 s.d. 2020 | -13 |
| Perusahaan memiliki ekuitas negatif selama periode 2013 s.d. 2020 | -3 |
| Jumlah sampel penelitian setiap tahun | 53 |
| Jumlah data panel selama periode penelitian (53 x 8 tahun) | 424 |

Table 1.
Pemilihan
Sampel

Sumber : Data diolah peneliti, (2021)

Debt adalah pinjaman bank (*bank loan*) dan *capitalized leased obligations*

Statistik Deskriptif

| Variable | Mean (%) | Median (%) | Std.Dev | Min (%) | Max (%) |
|-------------------|----------|------------|---------|---------|---------|
| TOBIN'S Q | 1,525 | 0,625 | 2,907 | -0,59 | 22,84 |
| ROA | 0,092 | 0,07 | 0,113 | -0,31 | 0,62 |
| DER | 0,505 | 0,28 | 0,993 | 0 | 12,82 |
| DER ² | 1,239 | 0,08 | 9,331 | 0 | 164,25 |
| MLSS | 0,193 | 0 | 0,295 | 0 | 1 |
| INS | 0,099 | 0,05 | 0,154 | 0,28 | 0,74 |
| GROWTH | 0,114 | 0,06 | 0,618 | -0,89 | 7,31 |
| SIZE (LNASSET) | 20,159 | 17,9 | 5,012 | 12,27 | 31,74 |
| TANG | 0,283 | 0,25 | 0,195 | 0 | 0,8 |
| CAPEX | 0,049 | 0,03 | 0,065 | -0,22 | 0,39 |
| AGE (tahun) | 17,783 | 20 | 9,021 | 0 | 38 |

Table 2.
Statistik
Deskriptif
Variabel
Penelitian (N =
424)

Sumber : Data diolah peneliti, (2022)

Nilai rata-rata *Tobin's q* sebesar 1,525 artinya nilai pasar perusahaan secara rata-rata lebih tinggi 52,5 % dibandingkan nilai buku perusahaan. Nilai rata-rata ROA sebesar 0,092 artinya rata-rata laba perusahaan sebesar 9,2 % dari total asset. Untuk *DER*, rata-rata perusahaan memiliki rasio utang terhadap modal sebesar 50.5%, namun terdapat perusahaan yang tidak memiliki hutang. Untuk *multiple large shareholder (MLSS)*, sampel menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang tidak memiliki *second large shareholder* atau tidak memiliki kekuatan lebih yang tercermin dari persentase kepemilikan terhadap kepemilikan pemegang saham pertama. Namun sampel menunjukkan bahwa pemegang saham kedua tidak memiliki kekuatan yang cukup dalam memonitor pemegang saham pertama, terlihat dari nilai Maks sebesar $1\% < 10\%$. Nilai rata-rata kepemilikan saham institusional (INS) sebesar 9,9 %. Nilai maks 74% karena terdapat perusahaan dimana sahamnya dikuasai oleh perusahaan institusi. Terdapat 17 data dari 4 perusahaan dimana kepemilikan institusional di atas 50%.

Pemilihan Metode Analisis

Model regresi data panel diestimasi menggunakan tiga pendekatan meliputi *Ordinary Least Square Model (OLS)* atau *Pooled Least Square, Fixed Effect (FE) Model*, dan *Random Effect (RE) Model*. Untuk menentukan model terbaik dari ketiga model tersebut akan menggunakan Uji *Chow* dan Uji *Hausman*.

| Model Persamaan | F | Prob. F | Keputusan |
|---------------------|-------|---------|---------------------|
| Model 1 : Tobin's q | 23,47 | 0,000 | <i>Fixed Effect</i> |
| Model 2 : ROA | 13,80 | 0,000 | <i>Fixed Effect</i> |

Table 3. Hasil Uji Chow antara pooled least square dan fixed effect model

Sumber : Data diolah peneliti, (2022)

| Model Persamaan | F | Prob. F | Keputusan |
|---------------------------|------|---------|------------------------------|
| Model 1 : <i>Tobins q</i> | 1,68 | 0,1254 | Tidak ada <i>time effect</i> |
| Model 2 : <i>ROA</i> | 0,94 | 0,4695 | Tidak Ada <i>time effect</i> |

Table 4. Pengujian untuk pengaruh time effect

Sumber : Data diolah peneliti, (2022)

Dari hasil uji *chow* pada tabel 3 baik model 1 maupun model 2 memiliki masing-masing probabilitas *cross section* $F 0,000 < 0,05$ ($p\text{-value} < \alpha$), maka metode yang dipilih adalah *fixed effect*.

Pengujian Asumsi Klasik

Hasil pengujian atas asumsi klasik yaitu uji multikolinieritas menunjukkan nilai Variance Inflation Factor (VIF) semua variabel di bawah 10 sehingga tidak ada multikolinieritas. Hasil uji heteroskedastisitas menggunakan *Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test* menunjukkan bahwa model persamaan penelitian ini terjadi masalah heteroskedastisitas. Hasil uji autokorelasi menggunakan *Wooldridge Test* menunjukkan terdapat masalah autokorelasi. Untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi, maka regresi pada metode estimasi *fixed effect* tidak dapat dilakukan pengujian *fixed effect* biasa, namun harus diperbaiki dengan menggunakan teknik *clustered robust standard error*. Regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *fixed effect* dengan *clustered robust standard error*.

Analisis dan Interpretasi Hasil

Hasil Analisis

Analisis dan interpretasi hasil regresi akan dibagi sesuai dengan persamaan model penelitian yaitu model persamaan 1 dan 2.

Kategori Debt : bank loan dan capitalized leased obligations

| <i>Dependent Variable</i> | Model 1 Tobin's q | | | Model RO. | |
|---------------------------|----------------------|-------------|----------------|--------------|----------------|
| | <i>Pred</i> | <i>Coef</i> | <i>p-value</i> | <i>Coef</i> | <i>p-value</i> |
| C | | 0,468 | 0,974 | 0,105 | 0,058 |
| DER | + | -0,852 | 0,995 | -0,065 | 0,999 |
| DER ² | - | 0,063 | 0,982 | 0,005 | 0,996 |
| MLSS | + | -1,139 | 0,965 | -0,079 | 0,996 |
| INS | + | -2,506 | 0,946 | -0,117 | 0,963 |
| GROWTH | + | 0,275 | 0,224 | 0,013 | 0,204 |
| SIZE | + | 0,028 | 0,549 | 0,001 | 0,911 |
| TANG | + | 2,149 | 0,300 | -0,027 | 0,700 |
| CAPEX | + | -1,197 | 0,668 | -0,015 | 0,892 |
| AGE | + | 0,064 | 0,238 | 0,002 | 0,139 |
| R ² | | 12,57 | | 0.206 | |
| F-Stat | | 2,77 | | 13,27 | |
| Prob (F-Stat) | | 0,010 | | 0.0000 | |

Table 5.
Hasil Regresi
Model 1 dan 2
(Pengujian
Utama)

Tingkat signifikansi : 1%***,5%** ,10%*

Kinerja perusahaan : *Tobin's q* dan *ROA*; *DER* (*debt to equity ratio*); *DER²* (*DER* dikuadratkan); *MLSS* (*multiple large shareholder structure*) : % pemegang saham terbesar kedua dibagi % pemegang saham terbesar pertama); *INS* : % kepemilikan institusional; *GROWTH* : pertumbuhan perusahaan ($sales\ revenue_t - sales\ revenue_{t-1} / sales\ revenue_{t-1}$); *SIZE* : (ln) total aset; *TANG* : Aset tetap dibagi total aset; *CAPEX* : rasio *capital expenditure* dibagi total aset; *AGE* : umur perusahaan.

Debt meliputi *bank loan* dan *capitalized leased obligations*.

Sumber : Data diolah peneliti, (2022)

425

Pengaruh Kuadratik (*Concave*) Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan tabel 9 dapat dilihat bahwa koefisien regresi *DER* pada model 1 bertanda negatif (-0,852) dan koefisien regresi *DER*² bertanda positif (0,063) namun keduanya tidak signifikan. Penelitian ini tidak mendukung H_1 bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's q*. Hipotesis 2 juga tidak terbukti bahwa struktur modal berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap kinerja perusahaan (*Tobin's q*). Oleh karena itu, H_2 ditolak.

Koefisien regresi *DER* terhadap kinerja perusahaan (*ROA*) pada model persamaan 2, bertanda negatif (-0,065) dan koefisien *DER*² bertanda positif (0,005) namun keduanya tidak signifikan. Penelitian ini tidak mendukung H_5 bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap *ROA*. Hipotesis 6 juga tidak terbukti bahwa struktur modal berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap *ROA*. Oleh karena itu, H_6 ditolak.

Hasil penelitian ini tidak sependapat dengan *Trade Off Theory* dari Myers (1977) yang menyatakan bahwa terdapat struktur modal yang optimal dimana utang dapat meningkatkan kinerja perusahaan namun hanya sampai titik optimal tersebut. Pada saat titik optimal terlewati, maka penambahan utang akan berdampak pada penurunan kinerja perusahaan akibat adanya resiko kebangkrutan. Hasil penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian Margaritis & Psillaki (2010), Fosu (2013), Haryono et al., (2017), Dalci (2018), Salam & Shourkashiti (2019), Ayaz (2019), Mardones & Cuneo (2020) yang berpendapat bahwa struktur modal berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis 1 dan hipotesis 5 dengan kesimpulan struktur modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan konsisten dengan penelitian (Chen et al., 2013) yang dilakukan di Pasar Modal Taiwan. Hasil penelitian adalah perusahaan-perusahaan di Taiwan lebih memilih menggunakan lebih banyak utang dibandingkan ekuitas ketika kinerja pasar rendah (*bearish*). Penelitian ini mendukung *Market Timing Theory* selama periode 1990 s.d. 2001, mengimplikasikan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan dengan ekuitas pada saat nilai pasar (harga saham) perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan nilai buku atau nilai pasar historis perusahaan (*bullish*) dan membeli kembali ekuitas saat nilai pasar lebih rendah.

Dari sampel penelitian sesuai kategori *debt* pertama yaitu *bank loan* dan *capitalized leased obligations*, dari 424 data panel (53 perusahaan x 8 tahun) terdapat 51 data dengan *DER* > 1 dan sebanyak 373 data dengan *DER* < 1. Terdapat 15 perusahaan tidak memiliki *debt* (*bank loan* dan *capitalized leased obligations*) sehingga rasio *DER* nya nol sebanyak 62 data meliputi ACES, GJTL, HMSP, HRUM, INCO, INTP, ITMG, KREN, LPKR, LSIP, MPPA, RALS, SCMA, SILO, TBIG. Ini menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan di Indeks Kompas 100 mempunyai jumlah ekuitas lebih besar dibandingkan *debt* (*bank loan* dan *capitalized leased obligations*) selama tahun 2013 s.d. 2020. Perusahaan lebih memilih menggunakan ekuitas untuk membiayai kegiatan investasi dan operasionalnya karena perusahaan-perusahaan termasuk dalam Indeks Kompas 100 memiliki likuiditas tinggi dan nilai kapitalisasi pasar besar. Walaupun terjadi penurunan suku bunga BI selama tahun 2015 s.d. 2020, namun tidak menyebabkan komposisi utang perusahaan meningkat. Selain itu, kinerja pasar modal Indonesia selama 10 tahun sejak 2011 s.d. 2020 dalam kondisi *bullish* (kondisi ketika indeks harga saham naik) kecuali pada awal tahun 2020 saat pandemi covid-19 mulai terjadi, pasar saham Indonesia sempat mengalami kondisi *bearish*. Namun pada akhir tahun 2020, saat vaksin ditemukan dan mulai dilakukan vaksinasi secara massal, kepercayaan investor saham meningkat dan pasar berbalik arah menjadi *bullish*.

Kesimpulan penelitian ini atas pengujian hipotesis 2 dan hipotesis 6 yaitu struktur modal tidak berpengaruh secara kuadrat (*concave*) terhadap kinerja perusahaan konsisten dengan penelitian Mardones & Cuneo (2020) yang meneliti pengaruh *leverage*, resiko operasional, *size*, likuiditas, *growth*, aset tetap dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan (ROA, ROE dan *Tobin's q*). Hasil penelitian tidak menemukan adanya hubungan *non-linier (concave)* antara struktur modal dan kinerja perusahaan (ROA, ROE, dan *Tobin's q*).

Berdasarkan hasil pengujian atas hipotesa 1,2,5, dan 6, dapat disimpulkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan adalah negatif dan tidak signifikan. Pengaruh kuadrat (*concave*) struktur modal terhadap kinerja perusahaan juga tidak terbukti karena arah hubungannya positif dan tidak signifikan.

Pengaruh *Multiple Large Shareholders Structure (MLSS)* terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan hasil regresi pada tabel 9 diketahui bahwa koefisien regresi *MLSS* untuk model 1 bertanda negatif (-1,139) namun tidak signifikan sehingga H_3 ditolak. Hasil yang sama diperoleh dari regresi model 2 dimana koefisien regresi *MLSS* bertanda negatif (-0,079) dan tidak signifikan terhadap ROA sehingga H_7 ditolak.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *efficient-monitoring hypothesis* bahwa *MLSS* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Sesuai *efficient-monitoring hypothesis*, keberadaan *MLSS* dapat berfungsi membatasi pengambilalihan keuntungan pribadi oleh pemegang saham mayoritas dengan memantau perilaku pemegang saham mayoritas tersebut.

Kesimpulan penelitian bahwa *MLSS* berhubungan negatif tetapi tidak signifikan dapat disebabkan oleh struktur kepemilikan di Indonesia cenderung terkonsentrasi dan porsi kepemilikan saham *MLSS* yang kecil sehingga *MLSS* tidak dapat menjalankan peran untuk mengawasi pemegang saham terbesarnya. Ini didukung dengan data sampel penelitian dimana dari 424 data, nilai rata-rata *multiple large shareholder structure (MLSS)* sebesar 0,193 yaitu rata-rata perbandingan antara pemegang saham terbesar kedua dengan pemegang saham terbesar pertama adalah 19,3 %. Jumlah *MLSS* relatif kecil karena struktur kepemilikan di Indonesia cenderung terkonsentrasi.

Hasil penelitian (Claessens et al., 2002) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan di Indonesia lebih terkonsentrasi yaitu dengan membagi % kepemilikan perusahaan menjadi % perusahaan dengan kontrol tersebar (*dispersed control*) dan % perusahaan dengan kontrol *ultimate* yang dibagi menjadi 3 kategori yaitu *family owned*, *state-owned*, *financial institution*. Penelitian (La Porta et al., 2002) menemukan bahwa kepemilikan saham dalam jumlah besar, pemisahan kepemilikan dan kontrol biasanya berhubungan dengan kepemilikan keluarga. Menurut M. M. Hanafi & Setiawan (2018), kepemilikan saham di Indonesia sangat terkonsentrasi dan memiliki struktur kepemilikan yang piramidal dengan rata-rata hanya 30% saham beredar yang dimiliki oleh investor publik dan 70% saham beredar yang dimiliki oleh keluarga pendiri.

Hasil penelitian ini tidak mendukung Maury & Pajuste (2005), Attig et al., (2009), Vintilä et al., (2014), Jeong & Piao (2019). Attig et al., (2009) dengan temuan bahwa *MLSS* berhubungan positif dengan kinerja perusahaan dan *MLSS* dapat berperan sebagai *corporate governance*.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Perusahaan

Sesuai dengan hasil regresi pada tabel 9 diketahui bahwa pada model 1, koefisien regresi kepemilikan institusional (INS) bertanda negatif (-2,506) namun tidak signifikan terhadap

Tobin's q sehingga H_4 ditolak. Demikian juga pengaruh kepemilikan institusional (INS) bertanda negatif (-0,117) dan tidak signifikan terhadap ROA sehingga H_8 ditolak. Arah hubungan yang diharapkan dari kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan adalah positif dan signifikan. Keberadaan kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan terhadap kinerja perusahaan menjadi lebih optimal. Artinya semakin besar proporsi saham yang dimiliki oleh investor institusional, semakin efektif kegiatan monitoring karena dapat mengontrol perilaku oportunistik manajer (Jensen, 1986).

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan mengindikasikan bahwa secara empiris kepemilikan institusional tidak berperan memperbaiki kinerja perusahaan non keuangan termasuk dalam Indeks Kompas100 di BEI. Kemungkinan penyebabnya karena porsi kepemilikan institusional yang kecil sehingga *voting right* juga kecil akibatnya tidak dapat memonitor perilaku manajer dalam merumuskan kebijakan utang dan dividen yang menguntungkan pemegang saham institusional. Kepemilikan institusional tidak dapat mengurangi konflik keagenan. Porsi kepemilikan institusional perusahaan sampel terdapat pada 34 perusahaan (258 data) dengan nilai rata-rata kepemilikan saham institusional (INS) sebesar 9,9 %. Penelitian yang menemukan hubungan tidak signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan adalah Lestari & Juliarto (2017) dan Farahdiba & Hendrawaty, (2022)

Robustness Test

Pengujian utama antara lain meneliti adanya pengaruh struktur modal perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan apakah pengaruhnya berbentuk kuadrat. Untuk menguji ketangguhan atau konsistensi hasil pengujian utama dilakukan dengan penentuan kategori utang yang berbeda. Untuk itu dilakukan *robustness test* dengan :

1. mengubah *kategori debt dalam menghitung DER* menjadi *long term debt to equity ratio (LTDER)*.
Komposisi hutang jangka panjang adalah hal yang sangat penting bagi perusahaan karena biaya bunga yang cukup signifikan akan mempengaruhi kinerja perusahaan dalam jangka panjang.
2. mengubah *kategori debt dalam menghitung DER* menjadi *current liabilities* dan *non-current liabilities (total debt)*

Berdasarkan penelitian atas komponon hutang jangka pendek dan jangka panjang pada perusahaan sampel, ditemukan beberapa jenis utang yang dibebani juga dengan bunga pinjaman antara lain hutang usaha ke pihak ketiga dan hutang ke pihak berelasi.

Berdasarkan hasil pengujian utama dan *robustness test* dirangkum pada tabel berikut :

Kategori Debt : bank loan dan capitalized leased obligations

| <i>Debt : bank loan dan capitalized leased obligations</i> | | | | | | | | | | |
|--|---------------------|---------------------|---------|---------------|---------|---------------------|---------------------|---------|---------------|---------|
| Pengujian Utama | | | | | | Robustness Test | | | | |
| Dependent Variable | Prediction | Model 1 : Tobin's q | | Model 2 : ROA | | Dependent Variable | Model 1 : Tobin's q | | Model 2 : ROA | |
| | | Coef | p-value | Coef | p-value | | Coef | p-value | Coef | p-value |
| DER | + | - | 0,995 | - | 0,999 | LTDER | - | 0,996 | - | 0,967 |
| DER ² | - | + | 0,982 | + | 0,996 | LTDER ² | + | 0,993 | + | 0,996 |
| MLSS | + | - | 0,965 | - | 0,996 | MLSS | - | 0,965 | - | 0,998 |
| INS | + | - | 0,946 | - | 0,963 | INS | - | 0,954 | - | 0,980 |
| | R2 | | | 0,206 | | R2 | 0,142 | | 0,195 | |
| | F-Stat | | | 13,27 | | F-Stat | 2,45 | | 8,98 | |
| | Prob(F-Stat) | | | 0,000 | | Prob(F-Stat) | 0,021 | | 0,000 | |

Sumber : Data diolah peneliti, (2022)

Dari tabel 10 dapat disimpulkan bahwa pengujian utama dan *Robustness Test* baik pada model 1 dan model 2 dengan kedua kategori *debt* memberikan kesimpulan yang sama yaitu DER, MLSS, dan INS tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

CONCLUSION

Hasil penelitian ini memberikan bukti-bukti empiris bahwa struktur modal berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Tidak ditemukan adanya pengaruh kuadratik (concave) struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Sampel penelitian menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan di Indeks Kompas 100 mempunyai jumlah ekuitas lebih besar dibandingkan debt (bank loan dan capitalized leased obligations) selama tahun 2013 s.d. 2020. Perusahaan lebih memilih menggunakan ekuitas untuk membiayai kegiatan investasi dan operasionalnya. Walaupun terjadi penurunan suku bunga BI selama tahun 2015 s.d. 2020, namun tidak menyebabkan komposisi utang perusahaan meningkat. Penelitian ini menemukan bahwa MLSS berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Tobin's q dan ROA. Kesimpulan ini dapat disebabkan oleh struktur kepemilikan di Indonesia cenderung terkonsentrasi dan porsi kepemilikan saham MLSS yang kecil sehingga MLSS tidak dapat menjalankan peran untuk mengawasi pemegang saham terbesarnya. Penelitian ini menemukan kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (Tobin's q dan ROA). Kemungkinan penyebabnya karena porsi kepemilikan institusional yang kecil sehingga voting right juga kecil akibatnya tidak dapat memonitor perilaku manajer dalam merumuskan kebijakan utang dan dividen yang menguntungkan pemegang saham institusional.

Beberapa keterbatasan penelitian ini adalah Multiple large shareholder structure (MLSS)

Table 6.
Rangkuman hasil pengujian utama dan Robustness Test

hanya diukur berdasarkan kepemilikan saham yang tercantum dalam laporan keuangan. Penelitian ini kesulitan untuk menelusuri sampai dengan pemegang saham ultimate. Saran untuk penelitian berikutnya adalah menelusuri sampai dengan pemegang saham ultimate. Sampel penelitian ini tidak membedakan antara perusahaan keluarga dan bukan keluarga (family firms dan non family firms). Penelitian selanjutnya dapat melakukan klasifikasi sampel menjadi family dan non family firms agar dapat menjelaskan peranan corporate governance dari MLSS. Sampel penelitian meliputi perusahaan non keuangan termasuk Indeks Kompas 100, namun tidak membedakan sektor dalam perusahaan non keuangan tersebut. Saran untuk penelitian selanjutnya, sampel dibedakan seperti perusahaan non keuangan sektor manufacturing, perusahaan non keuangan selain sektor manufacturing yang dapat digunakan sebagai robustness test.

REFERENCES

- Asadi, A., & Pahlevan, M. (2016). The relationship between ownership structure and firms' performance in Tehran stock exchange. *Journal of Insurance and Financial Management*, 1(2).
- Attig, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *Journal of Financial Research*, 32(4), 395–422.
- Ayaz, M. (2019). *The effect of peer firms in determining firm capital structure: evidence from manufacturing sector in Malaysia*. Universiti Tun Hussein Onn Malaysia.
- Aziz, S., & Abbas, U. (2019). Effect of Debt Financing on Firm Performance: A Study on Non-Financial Sector of Pakistan. *Open Journal of Economics and Commerce*, 2(1), 8–15.
- Bae, J., Kim, S.-J., & Oh, H. (2017). Taming polysemous signals: The role of marketing intensity on the relationship between financial leverage and firm performance. *Review of Financial Economics*, 33, 29–40.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Chen, D.-H., Chen, C.-D., Chen, J., & Huang, Y.-F. (2013). Panel data analyses of the pecking order theory and the market timing theory of capital structure in Taiwan. *International Review of Economics & Finance*, 27, 1–13.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Dalci, I. (2018). Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China. *Pacific Accounting Review*.
- Domnick, C. H. (2018). *Influence of capital structure on firm's financial performance: an inter-industry investigation of German listed firms*. University of Twente.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Conference on Research in Business Finance*, 215–262.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Farahdiba, C. M., & Hendrawaty, E. (2022). Pengaruh Kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 10(1).
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance:

- Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140–151.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper*, 2003–01.
- Hanafi, M. (2016). Manajemen Keuangan Edisi Kedua. *Cetakan Pertama*. Yogyakarta: BPFE.
- Hanafi, M. M., & Setiawan, A. (2018). Ownership concentration, institutional ownership, and IPO underpricing: evidence from Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Governance and Financial Intermediation*, 1(1), 3–17.
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2019). Institutional ownership, independent board, the board size, and firm performance: Evidence from Indonesia. *Contaduría y Administración*, 64(3).
- Haryono, S. A., Fitriany, F., & Fatima, E. (2017). Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 14(2), 119–141.
- Hovey, M. T. (2007). Leverage, profitability and the ownership structures of listed firms in China. *Proceedings of the 20th Australasian Finance and Banking Conference (AFBC 2007)*, 1–26.
- Ibrahim, U. A., & Isiaka, A. (2020). Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence From Selected Firms Quoted on the Nigerian Stock Exchange. *European Journal of Business and Management*, 12(3), 124–135.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jeong, J., & Piao, W. (2019). The Effect of Multiple Large Shareholders on the Firm's Value in China. *Fourth International Conference on Economic and Business Management (FEBM 2019)*, 320–325.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170.
- Lestari, N. P., & Juliarto, A. (2017). Pengaruh dimensi struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan manufaktur. *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(3), 742–751.
- Lin, Y. R., & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17–57.
- Majumdar Sumit, K., & Pradeep, C. (1999). Capital Structure and Performance: Evidence from a Transitional Economy on an Aspect of Corporation Governance. *Public Choice*, 98, 287–305.
- Mardones, J. G., & Cuneo, G. R. (2020). Capital structure and performance in Latin American companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 2171–2188.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632.
- Masry, M. (2015). The Impact of Ownership Duality on Firm Performance in Egypt.

International Journal of Accounting, 3(1), 54–73.

431

Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813–1834.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.

Patrisia, D. (2020). The Effect of Capital Structure for Firm Performance in Manufacturing Companies Listed of the Indonesia Stock Market. *The Fifth Padang International Conference On Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship (PICEEBA-5 2020)*, 17–23.

Salam, Z. A., & Shourkashti, R. (2019). Capital Structure and Firm Performance in Emerging Market: An Empirical Analysis of Malaysian Companies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(3), 70–82.

Saleh, M., Zahirdin, G., & Octaviani, E. (2017). Ownership structure and corporate performance: evidence from property and real estate public companies in Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations*, 14, No 2 (contin. 1), 252–263.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461–488.

Siregar, I. G., & Pambudi, J. E. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Dan Return On Equity Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Tekstil Dan Garmen Yang Terdaftar Di Bei Periode 2010–2014. *Competitive*, 3(1), 75–87.

Tobin, J., & Brainard, W. C. (1976). *Asset markets and the cost of capital*.

Vintilă, G., Gherghina, Ș. C., & Nedelescu, M. (2014). The effects of ownership concentration and origin on listed firms' value: empirical evidence from Romania. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 17(3), 51–71.

Yusuf, A., & Aleemi, A. R. (2020). Impact of Debt Financing on Firm Performance : a Case of Business sector of Pakistan. *Journal of Business Strategies*, 14(1), 191–214.