

Pengaruh Kepemilikan Asing dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Modal Ekuitas: Efisiensi Investasi sebagai Variabel Mediasi

Robert Jao¹, Paulus Tangke², Anthony Holly³, Luis Glinka Vinsensius Rumagit⁴

^{1, 2, 3, 4}Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Atma Jaya Makassar,
Jalan Tanjung Alang No. 23, Makassar, Sulawesi Selatan 90224, Indonesia

Histori Artikel:

Pengajuan: 15 Mei 2023

Revisi: 19 Mei 2023

Diterima: 21 Juli 2023

Keywords:

Foreign Ownership,
Institutional Ownership,
Investment Efficiency,
Cost of Equity Capital

Abstract

This study aims to investigate the effect of foreign ownership and institutional ownership on the cost of equity capital with investment efficiency as a mediating variable. This research was built with agency theory. The research method used in this study is a quantitative method. The population used in this study are all non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during 2018-2020. This study uses secondary data in the form of financial reports and annual reports obtained from the Indonesia Stock Exchange and the company's official website. The number of samples as many as 130 companies for 3 years were selected using purposive sampling method. The results of this study found that foreign ownership and institutional ownership have a positive effect on the cost of equity capital. The results of this study also found that foreign ownership, institutional ownership, and investment efficiency have a negative effect on the cost of equity capital. Finally, the findings of this study are that investment efficiency mediates the effect of foreign ownership and institutional ownership on the cost of equity capital.

Citations: Jao, R., Tangke, P., Holly, A., & Vinsensius Rumagit, L. G. (2023). Pengaruh Kepemilikan Asing dan Kepemilikan Institusional Terhadap Biaya Modal Ekuitas: Efisiensi Investasi Sebagai Variabel Mediasi. *Journal Of Financial and Tax*, 3(2), 141-160.

Abstraksi

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi pengaruh kepemilikan asing dan kepemilikan institusional terhadap biaya modal ekuitas dengan efisiensi investasi sebagai variabel mediasi. Penelitian ini dibangun dengan teori keagenan. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah kuantitatif. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2018-2020. Penelitian menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan dan laporan tahunan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan situs resmi perusahaan.

Kata Kunci:

Kepemilikan Asing,
Kepemilikan Institusional,
Efisiensi Investasi,
Biaya Modal Ekuitas

Jumlah sampel sebanyak 130 perusahaan selama 3 tahun yang dipilih dengan menggunakan metode purposive sampling. Hasil penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan asing dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap biaya modal ekuitas. Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa kepemilikan asing, kepemilikan institusional, dan efisiensi investasi berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas. Terakhir, temuan dari penelitian ini adalah efisiensi investasi memediasi pengaruh kepemilikan asing dan kepemilikan institusional terhadap biaya modal ekuitas.

Penulis Korespondensi:

Robert Jao

jao_robert@hotmail.com

JEL Classification: G11, G30, G32**PENDAHULUAN**

Setiap perusahaan membutuhkan modal yang akan digunakan untuk membiayai aktivitas bisnis yang dilakukan. Sumber pembiayaan dapat berasal dari utang atau ekuitas. Utang diperoleh dari pinjaman bank atau menerbitkan surat utang. Selain itu, dana dapat diperoleh melalui ekuitas dengan cara penerbitan saham. Ekuitas merupakan salah satu komponen yang digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan. Biaya untuk memperoleh dana dalam membiayai aktivitas bisnis perusahaan dalam bentuk investasi dikenal dengan biaya modal ekuitas (Putri, 2013).

Biaya modal ekuitas digunakan untuk menentukan tingkat pengembalian yang diperlukan agar investor tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan. Secara internal, perusahaan menilai biaya modal ekuitas untuk menentukan apakah pengeluaran yang dilakukan atas investasi pada perusahaan layak atau tidak untuk dilakukan. Untuk menentukan tinggi rendahnya biaya modal ekuitas didasari oleh tingkat risiko dan pengembalian atas suatu investasi. Aktivitas bisnis yang memiliki risiko dan pengembalian yang rendah dengan biaya modal ekuitas melebihi tingkat risiko dan pengembalian mencerminkan biaya modal ekuitas yang tinggi.

Biaya modal ekuitas sering juga disebut sebagai biaya yang diharapkan karena konsep berorientasi ke depan yang tidak dapat diamati secara langsung di pasar. Untuk perusahaan publik, harga saham biasanya dapat diobservasi. Akan tetapi, ekspektasi pasar terhadap arus kas masa depan dan biaya modal ekuitas tidak dapat diamati secara

langsung. Akibatnya, tidak ada komponen yang dapat diamati secara langsung dari risiko atau pengembalian yang direalisasikan (Botosan, 2006).

Risiko merupakan hal yang biasa dihadapi oleh perusahaan dalam menjalankan bisnisnya. Akan tetapi, perusahaan menginginkan risiko yang lebih rendah dari tingkat pengembalian yang diperoleh. Tinggi rendahnya risiko dan tingkat pengembalian sangat bergantung pada keputusan investasi yang dilakukan perusahaan. Perusahaan yang berinvestasi tetapi tidak melakukan riset tentang apa yang menjadi kebutuhan masyarakat jangka panjang dan tidak memperhatikan kondisi dan keadaan perekonomian akan mengalami fase di mana perusahaan tersebut tidak dapat beroperasi lagi. Perusahaan perlu melakukan investasi yang efisien, misalnya melalui penambahan aset untuk menunjang dan mempercepat operasional perusahaan. Apabila perusahaan tidak melakukan investasi yang efisien akan meningkatkan oportunistik manajerial yang dapat merugikan investor dan mengurangi minat calon investor untuk berinvestasi (Majeed *et al.*, 2017).

Investasi yang efisien sangat penting untuk dilakukan perusahaan. Investasi yang efisien terwujud melalui adanya peningkatan kinerja dan pengoptimalan biaya sehingga tidak ada dana yang dikeluarkan yang tidak berkaitan dengan aktivitas operasional perusahaan. Efisiensi investasi yang dilakukan perusahaan akan sangat menguntungkan. Keuntungan tersebut dapat berupa tersedianya dana untuk membiayai aktivitas operasional lain perusahaan. Selain itu, dengan investasi yang efisien akan menarik perhatian investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Investor akan tertarik untuk berinvestasi di perusahaan dengan tingkat efisiensi investasi yang tinggi. Perusahaan dengan efisiensi investasi yang tinggi dapat meyakinkan investor bahwa investasi yang dilakukan investor terhadap perusahaan aman dan memiliki risiko investasi yang kecil.

Investor tentu menginginkan untuk berinvestasi pada perusahaan yang aman. Hal tersebut ditandai dengan adanya investasi yang efisien dari perusahaan. Konflik kepentingan muncul ketika agen mengambil keputusan investasi yang tidak optimal yang merugikan prinsipal. Oleh karena itu, prinsipal menuntut imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi yang menyebabkan biaya modal ekuitas menjadi tinggi. Perusahaan dengan efisiensi investasi yang tinggi menandakan adanya risiko investasi yang rendah

dan biaya modal ekuitas yang rendah. Efisiensi investasi yang tinggi menyebabkan rendahnya biaya modal ekuitas terjadi karena perusahaan tersebut aman untuk investasi sehingga investor tidak perlu kompensasi sebagai ganti rugi untuk investasinya. Ruiyuan *et al.* (2014) mengharapkan perusahaan melakukan peningkatan investasi yang efisien karena dengan investasi yang tepat dan efisien pada suatu lini bisnis perusahaan dapat menurunkan biaya modal ekuitas.

Penelitian mengenai efisiensi investasi dan biaya modal ekuitas dilakukan oleh Majeed *et al.* (2017) yang menemukan bahwa efisiensi investasi berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas. Hasil penelitian tersebut juga menemukan bahwa investor menilai efisiensi investasi sebagai mekanisme yang menandakan perilaku manajerial. Selain itu, Abbas *et al.* (2018) menemukan bahwa efisiensi investasi juga berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas. Hasilnya menunjukkan bahwa investor sekarang memilih berinvestasi di perusahaan yang memiliki efisiensi investasi dan perusahaan yang mempraktikkan standar tata kelola perusahaan yang tinggi.

Dalam menurunkan biaya modal ekuitas, perlu adanya mekanisme pengawasan yang baik dalam perusahaan. Mekanisme pengawasan tersebut berupa struktur kepemilikan. Salah satu bentuk struktur kepemilikan yang berperan penting dalam perusahaan adalah kepemilikan asing. Peran dari kepemilikan asing dalam perusahaan berupa pengawasan terhadap kinerja manajemen. Bentuk dari kinerja manajemen yang perlu diawasi adalah pengambilan keputusan. Kinerja manajemen perlu diawasi agar supaya agen dapat mengambil keputusan yang terbaik untuk perusahaan dan tidak merugikan prinsipal. Apabila pengambilan keputusan tidak secara optimal dilakukan dapat menyebabkan terjadinya peningkatan biaya modal ekuitas karena prinsipal akan menuntut lebih untuk investasinya. Biaya modal ekuitas yang tinggi disebabkan oleh rendahnya pengawasan atas tindakan manajemen karena minimnya informasi yang diperoleh investor mengenai pengambilan keputusan oleh agen. Oleh karena itu, dengan pengawasan yang ketat dari kepemilikan asing akan mengurangi risiko informasi dalam hal ini pengambilan keputusan yang tidak optimal, sehingga informasi perusahaan akan sepenuhnya diperoleh investor yang menyebabkan menurunnya biaya modal ekuitas (Dakhlaoui dan Gana, 2020).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Dakhlaoui dan Gana (2020) serta Ade dan Doddy (2021) mengungkapkan bahwa kepemilikan asing dan biaya modal berhubungan negatif. Hubungan ini dijelaskan oleh fakta bahwa investor asing memiliki kelemahan informasi relatif terhadap investor lokal. Tetapi, hubungan ini terbatas karena hubungan cekung dikonfirmasi dengan ambang batas lebih dari 13%, yang mana usaha pemegang saham asing untuk mengurangi asimetri informasi dan menciptakan tata kelola perusahaan yang baik lebih meningkat. Hal tersebut secara langsung menciptakan kontrol atas tindakan manajer yang menghasilkan berkurangnya biaya modal ekuitas.

Untuk mengawasi kinerja manajemen, kepemilikan asing perlu mendorong perusahaan untuk melakukan investasi yang efisien melalui pengawasannya. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan asing yang tinggi berarti terdapat pengawasan yang ketat terhadap kinerja manajemen dalam hal ini pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen. Agen akan sangat berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi karena diawasi secara ketat oleh prinsipal. Atas dasar pengawasan itulah, agen akan mengambil keputusan investasi yang optimal sehingga tidak merugikan perusahaan dan tidak merugikan prinsipal sebagai pemberi modal. Akibatnya, prinsipal tidak akan menuntut imbal hasil yang tinggi sebagai kompensasi atas kerugian karena merasa aman dengan investasinya. Sebaliknya, apabila tingkat pengawasan terhadap manajemen rendah, maka agen dapat melakukan pengambilan keputusan yang tidak optimal sehingga merugikan prinsipal dan beresiko bagi investasinya. Oleh karena itu, prinsipal akan menuntut pengembalian yang lebih atas investasinya yang menyebabkan meningkatnya biaya modal ekuitas.

Penelitian mengenai kepemilikan asing terhadap biaya modal ekuitas melalui efisiensi investasi mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Ruiyuan *et al.* (2020) tentang kepemilikan asing dan efisiensi investasi. Selain itu, penelitian ini juga mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Abbas *et al.* (2018) tentang efisiensi investasi dan biaya modal ekuitas.

Mekanisme pengawasan yang berasal pihak institusi dikenal dengan kepemilikan institusional. Melalui pengawasan, kepemilikan institusional memperoleh setiap informasi mengenai perusahaan. Hal tersebut membuat perusahaan harus memaksimalkan

kinerjanya karena diawasi secara ketat oleh kepemilikan institusional. Apabila pengawasan secara ketat dilakukan oleh kepemilikan institusional, perusahaan akan dituntut melakukan peningkatan kinerja dan pengambilan keputusan yang optimal sehingga tidak ada pihak yang dirugikan. Apabila mekanisme pengawasan berjalan dengan baik sehingga pengambilan keputusan dapat dilakukan secara optimal, maka investor tidak akan menuntut pengembalian yang besar. Oleh karena itu, biaya modal ekuitas menjadi rendah karena tingkat pengembalian terhadap investor rendah. Dengan kata lain, kepemilikan institusional yang tidak secara aktif melakukan pengawasan akan menyebabkan meningkatnya biaya modal ekuitas karena tingkat pengembalian yang diharapkan investor tinggi (Faysal *et al.*, 2020).

Penelitian yang dilakukan tentang kepemilikan institusional terhadap biaya modal ekuitas dilakukan oleh Andriana dan Friska (2014) serta Ade dan Doddy (2021). Hasil dari penelitian yang dilakukan menunjukkan kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan biaya modal ekuitas. Ditemukan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional perusahaan akan menurunkan biaya modal ekuitas perusahaan tersebut.

Peran yang dimiliki investor institusional yang efektif dalam melakukan pengawasan untuk mengurangi risiko informasi sehingga dapat meningkatkan efisiensi investasi perusahaan. Peningkatan efisiensi investasi perusahaan terjadi karena setiap aktivitas operasional perusahaan diawasi secara ketat oleh investor institusional. Peningkatan efisiensi investasi terjadi akibatnya adanya pengawasan yang ketat terhadap pengambilan keputusan yang dilakukan agen sehingga tidak ada pihak yang dirugikan dengan keputusan yang diambil. Pengawasan yang ketat yang dilakukan investor institusional akan menekan perusahaan untuk melakukan investasi yang efisien berupa pengambilan keputusan investasi yang optimal. Apabila pengambilan keputusan yang optimal tidak dapat dicapai, maka perusahaan harus siap menanggung risiko berupa meningkatnya tingkat pengembalian terhadap investor yang menyebabkan biaya modal ekuitas tinggi.

Dalam rangka menurunkan biaya modal ekuitas, perusahaan perlu meningkatkan mekanisme pengawasan yang akan mendorong manajemen untuk melakukan pengambilan keputusan investasi yang terbaik. Hal tersebut menandakan tercapainya

investasi perusahaan yang efisien sehingga investor tertarik untuk berinvestasi di perusahaan dan biaya modal ekuitas rendah. Penelitian mengenai kepemilikan institusional dan biaya modal ekuitas melalui efisiensi investasi merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Cao *et al.* (2018) tentang kepemilikan institusional dan efisiensi investasi. Selain itu, penelitian mengenai efisiensi investasi terhadap biaya modal ekuitas merujuk pada penelitian yang dilakukan oleh Majeed *et al.* (2017).

Penelitian ini menjadi penting karena biaya modal ekuitas menunjukkan kinerja perusahaan melalui tingkat pengembalian kepada investor. Adanya kepemilikan asing dan kepemilikan institusional menjadi bentuk pengawasan terhadap kinerja perusahaan agar tidak merugikan prinsipal dan agen. Wujud dari mekanisme pengawasan adalah dengan efisiensi investasi sebagai variabel perantara yang akan lebih meyakinkan perusahaan dan investor. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi peran kepemilikan asing dan kepemilikan institusional dalam menciptakan investasi yang efisien serta menurunkan biaya modal ekuitas.

METODE

Populasi penelitian ini terdiri dari seluruh perusahaan yang bergerak di bidang non-keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2018-2020. Sektor keuangan tidak menjadi objek penelitian karena memiliki struktur kas dan utang yang berbeda dengan perusahaan lainnya (Biddle *et al.*, 2009). Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria-kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian. Ringkasan pemilihan sampel penelitian ini disajikan pada tabel 1.

Tabel 1. Ringkasan Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah
Jumlah perusahaan non-keuangan yang terdaftar secara terus-menerus di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018-2020	594
Jumlah perusahaan non-keuangan yang tidak memiliki data lengkap	(374)
Jumlah perusahaan yang diteliti	130
Jumlah data perusahaan (130 perusahaan x 3 tahun)	390
<i>Outlier</i>	(30)
Jumlah data tahun perusahaan	360

Sumber: Data Penelitian Diolah

Jenis data yang digunakan adalah data dokumenter berupa laporan tahunan (*annual report*) perusahaan non keuangan yang diterbitkan selama periode 2018-2020. Sumber data diperoleh secara sekunder yang berasal dari *website* Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Kepemilikan asing merupakan persentase saham yang dimiliki investor asing terhadap jumlah saham yang beredar (Ade dan Doddy, 2021). Kepemilikan asing diukur menggunakan persentase saham yang dimiliki investor asing dari seluruh jumlah saham yang beredar (Tran, 2020).

$$\text{Kepemilikan asing} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki investor asing}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan institusional merupakan persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional. Kategori investor institusional mencakup lembaga keuangan, dana pensiun dan jaminan sosial, reksa dana, perusahaan investasi dan perusahaan lainnya (Dakhlaoui dan Gana, 2020). Kepemilikan institusional diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki investor institusional dari seluruh jumlah saham yang beredar (Tran, 2020).

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki investor institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Efisiensi investasi merupakan suatu kegiatan investasi yang dilakukan sesuai dengan apa yang menjadi harapan perusahaan terkait investasi. Menurut Andika dan Sansaloni (2019), investasi dikatakan efisien apabila tingkat investasi yang diharapkan perusahaan tidak mengalami *underinvestment* atau *overinvestment*. Efisiensi investasi diukur menggunakan nilai residual dari hasil persamaan regresi yang menghubungkan tingkat penjualan dan investasi (Biddle *et al.*, 2009). Model ditentukan sebagai berikut:

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta \text{SalesGrowth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

$\text{Investment}_{i,t}$ = Selisih pembelian dan penjualan aset tetap yang dilakukan oleh perusahaan selama tahun tersebut

$SalesGrowth_{i,t}$ = Persentase pertumbuhan penjualan dari tahun lalu hingga tahun ini

$\varepsilon_{i,t}$ = Error

Hasil dari nilai residual efisiensi investasi akan diabsolutkan kemudian dikali (-1).

Biaya modal ekuitas merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dalam perusahaan (Faysal *et al.*, 2020). Ukuran proksi yang digunakan untuk mengukur biaya modal ekuitas adalah model penetapan harga aset modal (CAPM). Formula CAPM yang digunakan untuk mengukur biaya modal ekuitas (Faysal *et al.*, 2020):

$$COEC_{it} = R_f + [\beta \times (R_m - R_f)]$$

Keterangan:

$COEC_{it}$ = biaya modal ekuitas

R_f = return investasi bebas resiko

β = risiko sistemik yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi oleh investor, dihitung melalui kemiringan regresi *return* bulanan saham dan *return* pasar

R_m = return pasar menggunakan indeks harga saham komposit atau IHSG

HASIL

Statistik deskriptif berupa nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari semua variabel yang diteliti disajikan pada tabel 2.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.
KepemilikanAsing	360	1,0027	99,8123	31,3274	29,8675
Kepemilikan Institusional	360	1,1387	99,9454	60,6764	31,6035
Efisiensi Investasi	360	0,0001	0,5904	0,0590	0,0746
Biaya Modal Ekuitas	360	0,0126	0,1197	0,0601	0,0138

Sumber: Hasil *Output* SPSS

Model regresi dalam analisis jalur yang digunakan dalam pengujian hipotesis untuk memprediksi hubungan antar variabel. Hasil analisis jalur penelitian disajikan pada tabel 3.

Tabel 3. Hasil Analisis Persamaan Jalur

Substruktur	R Square	F Hitung	Standardized Beta	Sig.
Substruktur 1				
(Pengaruh kepemilikan asing dan kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi)				
Kepemilikan Asing	0,341	43,618	0,106	0,032
Kepemilikan Institusional			0,525	0,000
Substruktur 2				
(Pengaruh kepemilikan asing, kepemilikan institusional, dan efisiensi investasi terhadap biaya modal ekuitas)				
Kepemilikan Asing			-0,164	0,000
Kepemilikan Institusional	0,452	97,696	-0,347	0,000
Efisiensi Investasi			-0,303	0,000

Sumber: Hasil *Output* SPSS

Pengujian hipotesis mediasi menggunakan sobel (*sobel test*). Pengujian ini untuk mengetahui tingkat signifikansi dari pengaruh tidak langsung. Apabila hasil *p-value* < 0,05, berarti variabel mediasi dapat memediasi hubungan kausal antara variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 4. Hasil Uji Sobel

Variabel	Nilai Estimasi	Standard Error	P-value of Sobel Test
Kep. Asing → Efisiensi Investasi → Biaya Modal Ekuitas	0,006; -0,056	0,003; 0,009	0,028
Kep. Institusional → Efisiensi Investasi → Biaya Modal Ekuitas	0,032; -0,056	0,003; 0,009	0,000

Sumber: Program *Statistics Sobel Test Calculator Version 4.0*

Hasil uji sobel menunjukkan pengaruh kepemilikan asing terhadap biaya modal ekuitas melalui efisiensi investasi memiliki nilai *p-value* sebesar 0,028 < 0,05. Hal tersebut mengindikasikan efisiensi investasi memediasi pengaruh kepemilikan asing terhadap biaya modal ekuitas. Selain itu, pengaruh kepemilikan institusional terhadap biaya modal ekuitas melalui efisiensi investasi memiliki *p-value* sebesar 0,000 < 0,05. Hal ini juga mengindikasikan efisiensi investasi memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap biaya modal ekuitas.

PEMBAHASAN

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Efisiensi Investasi

Kepemilikan asing berperan penting dalam melakukan kontrol atas manajemen. Pengawasan yang ketat dari kepemilikan asing bertujuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan juga untuk mengamankan investasinya di perusahaan. Bentuk mekanisme pengawasan dapat dilihat melalui struktur manajemen yang terdiri dari komisaris, direktur dan manajer yang merupakan bagian dari investor asing. Dengan adanya investor asing di dalam perusahaan akan meningkatkan performa pengawasan perusahaan agar dapat menjadi pertimbangan bagi investor lain untuk berinvestasi. Semakin banyak pihak asing yang menanamkan modalnya di perusahaan, maka akan meningkatkan pengawasan serta kinerja perusahaan yang diinvestasikan sahamnya (Wiranata dan Nugrahanti, 2013). Pengawasan yang ketat dari kepemilikan asing dapat mendorong perusahaan untuk melakukan pengambilan keputusan investasi yang efisien.

Efisiensi investasi yang dilakukan perusahaan tidak lepas dari adanya pengawasan terhadap perusahaan. Struktur kepemilikan asing yang ada dalam perusahaan merupakan bentuk pengawasan agar manajemen tidak melakukan pengambilan keputusan investasi yang merugikan investor. Lemahnya pengawasan terhadap pengambilan keputusan berinvestasi perusahaan dapat menyebabkan terjadinya inefisiensi investasi (*underinvestment* atau *overinvestment*). Oleh karena itu, apabila terdapat pengawasan yang baik dari kepemilikan asing dapat menekan perusahaan untuk melakukan pengambilan keputusan investasi yang efisien untuk pengembangan perusahaan dan mengamankan investasi dari investor.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Ruiyuan *et al.* (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap efisiensi investasi. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Tran (2020) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan asing dan efisiensi investasi karena investor asing lebih mementingkan memperoleh pengembalian yang tinggi atas investasinya.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Efisiensi Investasi

Setiap perusahaan berusaha untuk meningkatkan kinerjanya agar dapat memperoleh keuntungan. Peningkatan kinerja dilakukan melalui adanya pengawasan. Pengawasan tersebut dapat terlihat melalui adanya tingkat kepemilikan institusional dalam perusahaan. Bentuk mekanisme pengawasan dapat dilihat melalui struktur manajemen yang terdiri dari komisaris, direktur dan manajer yang merupakan bagian dari investor institusional. Adanya kepemilikan institusional dapat mengurangi terjadinya asimetri informasi melalui adanya pengawasan yang ketat terhadap kinerja dan pengambilan keputusan yang dilakukan perusahaan. Investor institusional memiliki insentif untuk mengawasi operasi perusahaan dan memengaruhi manajemen (Jao dan Pagalung, 2011). Dengan adanya insentif tersebut, efisiensi investasi perusahaan dapat meningkat dan mencegah terjadinya *under* atau *over investment*.

Kepemilikan institusional akan mendorong manajemen untuk mengoptimalkan kinerjanya. Kinerja yang optimal merupakan salah satu tujuan dari adanya pengawasan yang dilakukan kepemilikan institusional. Dengan adanya pengawasan yang baik dari kepemilikan institusional dapat meningkatkan kinerja dan berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan berinvestasi. Apabila terdapat pengawasan yang baik dari kepemilikan institusional akan meningkatkan efisiensi investasi perusahaan yang dapat menguntungkan *stakeholders*. Peningkatan yang terjadi terhadap pertumbuhan penjualan adalah salah satu indikator yang menyebabkan meningkatnya efisiensi investasi. Oleh karena itu, adanya pengawasan yang baik dapat menekan manajemen untuk melakukan pengambilan keputusan investasi yang baik sehingga dapat meningkatkan efisiensi investasi.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Cao *et al.* (2018) yang menunjukkan adanya pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap efisiensi investasi karena fokus jangka panjang dari investor institusional adalah terciptanya investasi yang efisien. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Saputra dan Wardani (2017) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap efisiensi investasi karena investor institusional dinilai hanya mengejar dividen atas investasinya.

Pengaruh Efisiensi Investasi terhadap Biaya Modal Ekuitas

Biaya modal ekuitas dapat dipengaruhi oleh seberapa efisien perusahaan mengelola investasinya. Efisiensi investasi adalah salah satu bentuk dasar bagi investor untuk melakukan pengambilan keputusan berinvestasi. Hal tersebut dikarenakan efisiensi investasi menjadi salah satu indikator apakah investasi yang dilakukan investor ke dalam perusahaan aman atau tidak. Investor cenderung lebih ingin berinvestasi di perusahaan yang tingkat efisiensi investasinya baik untuk mengamankan investasinya. Apabila investasi yang dilakukan investor tidak aman, maka investor akan menuntut pengembalian yang tinggi atas investasinya sebagai kompensasi. Tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi sebagai kompensasi dapat meningkatkan biaya modal ekuitas.

Perusahaan dengan biaya modal ekuitas tinggi dapat memengaruhi keinginan investor untuk berinvestasi. Rata-rata biaya modal ekuitas untuk perusahaan non-keuangan di Indonesia sebesar 0,0601 atau 6,01% yang terbilang rendah. Rendahnya biaya modal ekuitas ini disebabkan oleh adanya pengambilan keputusan investasi yang efisien yang dilakukan perusahaan non-keuangan yang ada di Indonesia. Oleh karena itu, dengan adanya pengambilan keputusan yang efisien dapat meyakinkan keamanan investasi yang dilakukan investor sehingga tingkat pengembalian terhadap investor rendah (Abbas *et al.*, 2018).

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Majeed *et al.* (2017) yang menyatakan bahwa inefisiensi investasi lebih tinggi ketika biaya modal ekuitas tinggi. Hal ini menandakan bahwa perusahaan dengan tingkat efisiensi investasi yang tinggi memiliki biaya modal ekuitas yang rendah. Menurut penelitian yang dilakukan Abbas *et al.* (2018) terdapat hubungan negatif antara efisiensi investasi dan biaya modal ekuitas.

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Biaya Modal Ekuitas

Rata-rata tingkat kepemilikan asing yang ada di perusahaan non-keuangan di Indonesia sebesar 31,33%. Rata-rata tingkat kepemilikan asing ini menunjukkan adanya pengawasan yang baik terhadap kinerja manajemen. Dengan adanya pengawasan ini akan menuntut manajemen untuk mengoptimalkan kinerjanya. Bentuk mekanisme pengawasan dapat dilihat melalui peningkatan kinerja yang ditandai dengan adanya

peningkatan laba. Tujuan dari adanya pengawasan ini supaya pengambilan keputusan dapat dilakukan dengan baik sehingga tidak merugikan *stakeholder*. Apabila keputusan yang diambil tidak efisien, maka dapat terjadi peningkatan biaya modal ekuitas karena dapat mengancam investasi yang dilakukan investor (Ade dan Doddy, 2021).

Teori keagenan menyebutkan bahwa tindakan – tindakan yang dilakukan oleh investor asing bertujuan untuk mengatasi masalah asimetri informasi berupa *adverse selection*. Tingkat asimetri informasi yang tinggi dapat mengakibatkan terjadinya ketidaktepatan dalam pengambilan keputusan karena tidak ada keselarasan antara kepentingan investor dan manajemen. Adanya investor asing ini dapat mengurangi asimetri informasi yang ada melalui mekanisme pengawasan yang dilakukan. Pengawasan yang ketat dapat menyebabkan terjadinya pengambilan keputusan yang optimal sehingga tidak merugikan *stakeholder*. Apabila investor merasa aman dengan investasi yang telah dilakukan, maka investor tidak akan menuntut tingkat pengembalian yang tinggi terhadap perusahaan.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Ade dan Doddy (2021) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas. Selain itu, Dakhlaoui dan Gana (2020) menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas karena semakin tinggi tingkat kepemilikan asing, maka biaya modal ekuitas akan semakin rendah.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Modal Ekuitas

Kepemilikan institusional yang ada di perusahaan non-keuangan di Indonesia memiliki nilai rata-rata 60,68%. Tingkat kepemilikan institusional ini menandakan adanya pengawasan yang baik atas kinerja manajemen yang dilakukan. Kepemilikan institusional yang tinggi juga dapat mempengaruhi manajemen dalam pengambilan keputusan. Manajemen yang melakukan pengambilan keputusan secara optimal dapat meningkatkan keinginan investor institusional lain untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Bentuk mekanisme pengawasan dapat dilihat melalui peningkatan kinerja yang ditandai dengan adanya peningkatan laba. Meningkatnya kepemilikan institusional menandakan adanya pengawasan yang ketat terhadap manajemen sehingga investor tidak membutuhkan pengembalian yang tinggi atas investasinya.

Berdasarkan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), sering terjadi ketidakselarasan antara kepentingan investor dan manajemen. Dibutuhkan mekanisme pengawasan melalui kepemilikan institusional untuk menciptakan keselarasan antara kepentingan investor dan manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional menandakan semakin tinggi pula tingkat pengawasan yang dilakukan terhadap kinerja manajemen. Ketatnya pengawasan terhadap kinerja manajemen meyakinkan investor bahwa investasi yang dilakukan aman. Dengan tingginya tingkat kepemilikan institusional sekaligus menurunkan biaya modal ekuitas.

Hasil penelitian ini didukung melalui penelitian yang dilakukan oleh Andriana dan Friska (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap biaya modal ekuitas. Akan tetapi, penelitian ini tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan Faysal *et al.* (2020) yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap biaya modal ekuitas. Adanya ketidaksesuaian dalam tingkat pengembalian membuat investor institusional tidak secara optimal melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen.

Peran Mediasi Efisiensi Investasi dalam Memediasi Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Biaya Modal Ekuitas

Efisiensi investasi, dalam hal ini pertumbuhan penjualan menjadi salah satu indikator dalam menentukan besarnya tingkat efisiensi investasi perusahaan. Selain itu, kombinasi dari *financial* dan *non-financial efficiency* merupakan indikator pendukung yang dapat mempengaruhi efisiensi investasi (Chen *et al.*, 2011). Rasio-rasio keuangan digunakan untuk menentukan besarnya efisiensi dari sisi *financial*. Dari sisi *non-financial* dilihat melalui struktur kepemilikan yang berpengaruh terhadap pengambilan keputusan.

Struktur kepemilikan asing menjadi mekanisme pengawasan yang dapat mendorong manajemen untuk menghasilkan kinerja yang optimal. Peran investor asing dalam mengendalikan manajemen akan sangat memengaruhi pengambilan keputusan investasi yang dilakukan oleh manajemen. Dengan adanya pengawasan yang ketat dari kepemilikan asing dapat mengendalikan manajemen untuk bekerja sesuai dengan tujuan perusahaan dan memenuhi tanggung jawabnya terhadap investor.

Penerapan mekanisme pengawasan yang dilakukan oleh kepemilikan asing perlu dilakukan secara ketat dan optimal. Hal tersebut bertujuan agar kepemilikan asing dapat mengendalikan manajemen dalam melakukan pengambilan keputusan investasi. Adanya pengawasan yang ketat tersebut akan mendorong manajemen untuk melakukan pengambilan keputusan investasi yang efisien yang menguntungkan *stakeholder*. Semakin tinggi tingkat pengawasan, maka semakin tinggi pula tingkat pengambilan keputusan investasi yang efisien.

Adanya pengawasan dapat mendorong terciptanya investasi yang efisien yang semakin baik dalam perusahaan melalui tingkat pertumbuhan penjualan dan investasi yang semakin meningkat. Semakin baik tingkat pertumbuhan penjualan dan investasi menandakan meningkatnya tingkat efisiensi investasi dalam perusahaan. Terciptanya efisiensi investasi dapat meyakinkan investor atas keamanan investasinya. Investor tidak menuntut imbal hasil yang tinggi sebagai kompensasi. Efisiensi investasi dapat berpengaruh secara parsial terhadap biaya modal ekuitas, yaitu kepemilikan asing dapat menurunkan biaya modal ekuitas secara langsung ataupun melalui efisiensi investasi.

Peran Mediasi Efisiensi Investasi Dalam Memediasi Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Modal Ekuitas

Berdasarkan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa terdapat konflik kepentingan antara investor dan manajemen dalam suatu perusahaan. Adanya konflik kepentingan ini dapat menyebabkan terjadinya kesalahan dalam pengambilan keputusan. Pengambilan keputusan yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan dapat sangat merugikan. Oleh karena itu, untuk mencegah hal tersebut terjadi, diperlukan mekanisme pengawasan terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan institusional merupakan bentuk mekanisme pengawasan yang ada dalam perusahaan. Adanya kepemilikan institusional dapat mengendalikan manajemen dalam melakukan pengambilan keputusan sehingga tidak merugikan *stakeholder*. Perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional memberikan pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan perusahaan. Oleh karena itu, kepemilikan institusional menjadi metode *monitoring* manajemen yang memberi peranan secara aktif dan konsisten dalam mengawasi kinerja perusahaan (Saputra dan Wardani, 2017).

Terciptanya kinerja manajemen yang optimal dapat terjadi akibat adanya pengawasan yang ketat dari kepemilikan institusional. Hasil dari adanya pengawasan yang ketat dari kepemilikan institusional yang membuat terciptanya kinerja manajemen yang optimal adalah pengambilan keputusan investasi yang efisien. Melalui pengawasan yang ketat, manajemen dituntut untuk melakukan pengambilan keputusan yang bertujuan untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan dan investasi perusahaan. Peningkatan yang terjadi pada pertumbuhan penjualan dan investasi mengindikasikan meningkatnya efisiensi investasi perusahaan. Dengan demikian, peningkatan efisiensi investasi dalam perusahaan merupakan hasil dari adanya mekanisme pengawasan yang ketat dan optimal dari kepemilikan institusional.

Meningkatnya efisiensi investasi melalui adanya mekanisme pengawasan dari kepemilikan institusional ditandai dengan adanya pengambilan keputusan investasi yang optimal. Pengambilan keputusan investasi yang optimal dapat meyakinkan investor akan investasinya. Investor dan manajemen yang mampu menyelaraskan kepentingannya dapat menciptakan pengambilan keputusan yang optimal. Apabila hal tersebut dapat dicapai, investor institusional tidak akan menuntut pengembalian yang tinggi sebagai kompensasi atas investasinya yang mengindikasikan pada menurunnya biaya modal ekuitas. Dalam hal ini, kepemilikan institusional dapat secara langsung menurunkan biaya modal ekuitas tanpa perlu adanya efisiensi investasi. Hal tersebut dikarenakan biaya modal ekuitas yang rendah tercipta secara langsung melalui adanya proses yang efisien dari perusahaan. Dengan demikian efisiensi dapat secara parsial berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi peran kepemilikan asing dan kepemilikan institusional dalam meningkatkan efisiensi investasi dan menurunkan biaya modal ekuitas. Semakin tinggi tingkat kepemilikan asing dan institusional dalam perusahaan dapat meningkatkan efisiensi investasi perusahaan. Kepemilikan asing dan institusional sebagai bentuk mekanisme pengawasan akan mendorong manajemen untuk melakukan pengambilan keputusan yang optimal. Terciptanya pengambilan keputusan yang optimal menandakan terjadinya peningkatan dalam pertumbuhan penjualan dan

investasi. Meningkatnya pertumbuhan penjualan dan investasi menyebabkan terjadinya peningkatan efisiensi investasi. Perusahaan yang mampu mencapai efisiensi investasi yang tinggi dapat menyebabkan menurunnya biaya modal ekuitas. Efisiensi investasi merupakan hasil dari pengambilan keputusan investasi yang optimal. Hal ini menyakinkan investor mengenai investasi yang dilakukan dan investor tidak menuntut imbal hasil yang tinggi atas investasinya yang mengakibatkan meningkatnya biaya modal ekuitas.

Semakin tingginya tingkat kepemilikan asing dapat menurunkan biaya modal ekuitas. Investor asing cenderung berinvestasi di perusahaan yang aman untuk diinvestasikan. Biaya modal ekuitas yang rendah mengindikasikan rendahnya tingkat pengembalian kepada investor atas investasi yang dilakukan sebagai kompensasi. Selain itu, dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi menunjukkan adanya mekanisme pengawasan yang dilakukan kepemilikan institusional. Hal ini membuat manajemen harus melakukan pengambilan keputusan yang optimal agar tidak merugikan *stakeholder*. Dengan terciptanya pengambilan keputusan yang optimal, investor merasa aman atas investasi yang dilakukan sehingga tidak menuntut imbal hasil yang tinggi sebagai kompensasi atas investasinya.

SARAN

Hasil dari penelitian ini memberi kontribusi terhadap teori keagenan yang menjelaskan bahwa antara hubungan prinsipal dan agen terdapat masalah asimetri informasi berupa *adverse selection* yang sangat merugikan. Masalah asimetri informasi tersebut dapat diatasi melalui mekanisme pengawasan yang ada dalam kepemilikan asing dan kepemilikan institusional. Adanya mekanisme pengawasan dapat menyelaraskan kepentingan investor dan manajemen sehingga pengambilan keputusan dapat dilakukan secara optimal. Hal ini dapat membantu perusahaan untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan dan investasi serta menurunkan tingkat pengembalian atas investasi yang dilakukan investor sebagai kompensasi.

Penelitian ini memberi masukan bagi perusahaan untuk meningkatkan mekanisme pengawasan menjadi lebih ketat dan optimal atas kinerja manajemen. Dengan adanya mekanisme pengawasan yang ketat dan optimal yang dilakukan investor, maka

manajemen akan berusaha untuk mencapai tujuan perusahaan dan mewujudkan keinginan investor. Efisiensi investasi menjadi hasil dari adanya mekanisme pengawasan yang dilakukan oleh investor berupa pengambilan keputusan investasi yang tepat. Perusahaan yang mampu melakukan pengambilan keputusan yang tepat dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga investor tidak akan menuntut pengembalian yang tinggi atas investasinya.

Investor dapat menilai mekanisme pengawasan yang dilakukan perusahaan. Kepemilikan asing dan kepemilikan institusional melalui mekanisme pengawasan dapat menjamin bahwa manajemen telah melakukan pengambilan keputusan yang tepat dan menguntungkan *stakeholder*. Perusahaan dengan mekanisme pengawasan yang baik cenderung memiliki tingkat efisiensi investasi yang baik serta biaya modal ekuitas yang rendah.

Penelitian ini terbatas pada periode pengamatan yang relatif singkat, yaitu hanya 3 tahun (2018-2020) serta perusahaan sampel hanya 130 perusahaan non-keuangan sehingga belum menggambarkan keadaan perusahaan yang sebenarnya. Penelitian berikutnya dapat menambah periode pengamatan serta perusahaan sampel agar lebih menggambarkan keadaan perusahaan yang sebenarnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbas, N., Ahmed, H., Malik, Q. A., & Waheed, A. (2018). Impact of Investment Efficiency on Cost of Equity: An Empirical Study on Shariah and Non Shariah Compliance Firms Listed on Pakistan Stock Exchange. *Pakistan Administrative Review*, 2(3), 307-322. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-60206-5>
- Ade, I. M, & Doddy, S. (2021). Information Asymmetry, Ownership Structure and Cost of Equity Capital: The Formation for Open Innovation. *Journal of Open Innovation*, 7(1), 1-17. <https://doi.org/10.3390/joitmc7010048>
- Andika, S. N. & Sansaloni, B. B. (2019). Determinan Efisiensi Investasi Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 17(2), 192-205. <https://doi.org/10.24167/jab.v17i2.2341>
- Andriana, D & Friska, R. (2014). Pengaruh Manajemen Laba, Ukuran Dewan Komisaris, Kepemilikan Institusional, dan Kualitas Audit terhadap Biaya Modal Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 2(2), 364-375. <https://doi.org/10.17509/jrak.v2i2.6591>

- Biddle, G. C., Hilary, G. & Verdi, R. S. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the Cost of Capital: What Do We Know? *Accounting and Business Research*, 36(sup-1), 1-40. <https://doi.org/10.1080/00014788.2006.9730042>
- Cao, Y., Dong, Y., Lu, Y. dan Ma, D. (2018). Does Institutional Ownership Improve Firm Investment Efficiency? *Emerging Markets Finance and Trade*. 56(12), 2772-2792. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1486705>
- Chen, H., Lobo, G. J., Chen, J. Z., dan Wang, Y. (2011). Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, 28(3), 892-925. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01088.x>
- Dakhlaoui, M., & Gana, M. R. (2020). Ownership Structure and Cost of Equity Capital: Tunisian Evidence. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 14(1), 96-121. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2020.104702>
- Faysal, S., Salehi, M., dan Moradi, M. (2020). The Impact of Ownership Structure on the Cost of Equity in Emerging Markets. *Management Research Review*, 43(10), 1221-1239. <https://doi.org/10.1108/MRR-11-2019-0475>
- Jao, R., & Pagalung, G. (2011). Corporate Governance, Ukuran Perusahaan, dan Leverage terhadap Manajemen Laba Perusahaan Manufaktur Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 8(1), 43-54. <https://doi.org/10.14710/jaa.8.1.43-54>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Majeed, M. A., Zhang, X., dan Umar, M. (2017). Impact of Investment Efficiency on Cost of Equity: Evidence from China. *Journal of Asia Business Studies*, 12(1), 44-59. <https://doi.org/10.1108/JABS-09-2015-0163>
- Putri, E. (2013). Pengaruh Luas Pengungkapan Sukarela Terhadap Biaya Modal Dengan Asimetri Informasi Sebagai Variabel Intervening: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi*, 1(1), 1-25.
- Ruiyuan, C., Ghoul, S. E., Guedhami, O. dan Wang, H. (2014). Do State and Foreign Ownership Affect Investment Efficiency? Evidence from Privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408-421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>

- Saputra, A. A. D., dan Wardhani,R. (2017). Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris, Komite Audit, dan Kepemilikan Institusional terhadap Efisiensi Investasi. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 21(1), 24-36. <http://dx.doi.org/10.20885/jaai.vol21.iss1.art3>
- Tran, Q.T. (2020). Foreign Ownership and Investment Efficiency: New Evidence from an Emerging Market. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1185-1199. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2019-0573>
- Wiranata, Y. A. & Nugrahanti, Y. W. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 15-26. <https://doi.org/10.9744/jak.15.1.15-26>