

## PENGARUH STRUKTUR MODAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DAN KINERJA KEUANGAN TERHADAP *RETURN SAHAM*

(Kajian pada Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang Tercatat di BEI Pada 2020 -  
2021)

Faishal Rasyid Muzakki, Zulaikha<sup>1</sup>

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl.Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*This study aims to empirically examine the effects of capital structure, institutional ownership, and financial performance on the stock return of listed property and real estate firms in the Indonesia Stock Exchange for 2020 – 2021. In this study, capital structure is proxied by the Debt-to-Equity ratio; the financial performance is proxied by the Return Equity (ROE), dan stock return is capital gain/loss in ten trading days after the financial statement release. We used multiple regression methods to analyze the data.*

*The results show that institutional ownership and financial performance significantly affect stock returns. In contrast, the capital structure does not. Institutional ownership negatively affects stock returns, while financial performance has positive effects.*

*Keywords: stock returns, capital structure, financial performance, institutional ownership*

### PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 yang terjadi sejak Maret 2020 membatasi kegiatan masyarakat di ruang publik. Situasi ini menyebabkan terhambatnya kegiatan bisnis yang berujung kepada peningkatan jumlah pengangguran di Indonesia sebanyak 1,93 juta orang dari Agustus 2020 hingga Agustus 2021 (Badan Pusat Statistik, 2021). Hal ini juga menyebabkan keresahan pada masyarakat akan stabilitas ekonomi di masa depan, sehingga masyarakat harus mencari cara untuk memutar uangnya di tengah keterbatasan mobilitas dan terhambatnya ekonomi. Persebaran virus COVID-19 yang sangat cepat juga memaksa hampir semua orang untuk membatasi mobilitasnya, sehingga orang – orang memiliki banyak waktu luang selama masa pandemi. Di saat yang bersamaan, muncul banyak aplikasi yang baru diciptakan atau baru naik popularitasnya selama pandemi, seperti Stockbit, Bibit, Tanamduit, Ajaib, dan Pluang. Faktor – faktor inilah yang menyebabkan naiknya angka investor pada masa pandemi. Hal ini dibuktikan dengan meningkatnya jumlah investor sebanyak 92,7%, volume perdagangan saham pada BEI naik sebesar 45% dan peningkatan kinerja IHSG sebesar 10,4% dari Desember 2020 hingga Desember 2021 (KSEI, 2021).

Dalam berinvestasi, investor memerlukan informasi yang relevan untuk mengetahui apakah saham perusahaan layak dibeli atau sudah saatnya dijual. Sumber informasi yang sering dimanfaatkan investor adalah laporan keuangan karena selain relevan dan andal, laporan keuangan perusahaan tercatat juga mudah diakses. Laporan keuangan mengandung beragam informasi. Walaupun seluruh informasi dalam laporan keuangan dapat bermanfaat bagi investor, namun menganalisis keseluruhan informasi dalam laporan keuangan membutuhkan waktu yang lama. Investor tidak ingin kehilangan momentum akibat terlalu lama menganalisis, sehingga biasanya hanya beberapa informasi yang dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Informasi dalam laporan keuangan yang umum digunakan adalah struktur modal, kepemilikan institusional, dan kinerja keuangan. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui bagaimana respons investor terhadap informasi – informasi tersebut yang direfleksikan lewat *return* saham.

<sup>1</sup> Corresponding author

Secara umum, perilaku investor dalam memanfaatkan informasi dapat dijelaskan lewat teori sinyal. Menurut teori sinyal, pemberi sinyal atau manajemen akan memberi sinyal atau informasi berupa laporan keuangan kepada penerima sinyal atau investor. Suhadak *et al.* (2020) mengatakan bahwa laporan keuangan merefleksikan kinerja keuangan perusahaan. Investor akan melakukan analisis fundamental sebagai dasar keputusan berinvestasi. Baiknya kinerja keuangan dipandang investor sebagai sinyal positif untuk membeli saham, sehingga harga saham meningkat.

Walaupun berguna bagi investor untuk memprediksi prospek perusahaan, investor tidak boleh hanya menggunakan kinerja keuangan sebagai dasar pengambilan keputusan berinvestasi karena adanya asimetri informasi. Rahardjo (2018) mengatakan bahwa tidak bisa diakses investor menjadi penyebab terjadinya asimetri informasi. Asimetri informasi mengurangi validitas informasi yang diterima, bahkan berpotensi menyesatkan investor, sehingga investor harus melihat informasi lain dalam laporan keuangan ketika memprediksi prospek perusahaan.

Struktur modal dapat menjadi salah satu informasi lain yang dipergunakan investor untuk memprediksi prospek perusahaan. Keputusan struktur modal perusahaan memberi gambaran bagi investor mengenai bagaimana manajemen menilai prospek perusahaan. Berdasarkan teori *trade-off*, penggunaan utang sebagai pendanaan memberi manfaat berupa tax shield, namun penggunaan utang secara berlebihan dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (Kraus & Litzenberger, 1973). Jika investor menginterpretasikan perubahan struktur modal sesuai dengan yang disebutkan pada teori *trade-off*, maka seharusnya investor merespons utang yang tinggi sebagai sinyal positif. Selain dari manfaat *tax shield* yang diberikan utang, Ehrhardt & Brigham (2008) mengatakan bahwa ketika perusahaan menggunakan utang untuk mendanai proyeknya, investor dapat memerkirakan bahwa proyek yang diambil memiliki prospek yang baik karena utang sebagai sumber pendanaan memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan ekuitas sehingga dipercaya bahwa perusahaan hanya akan mengambil risiko tersebut ketika yakin bahwa proyek yang dijalankan memiliki prospek yang baik. Berbeda dengan teori *trade-off*, teori *pecking order* mengindikasikan bahwa penggunaan utang yang tinggi sebagai sinyal negatif karena perusahaan akan mengutamakan penggunaan saldo laba sebagai pendanaan kegiatan operasionalnya. Ketika perusahaan menggunakan saldo laba, perusahaan tidak harus membayar bunga ataupun dividen, sehingga perusahaan dapat menghemat pengeluarannya (Myers & Majluf, 1984).

Selain struktur modal, investor juga dapat memerhatikan kepemilikan institusional perusahaan. Din *et al.* (2021) menyebutkan bahwa kepemilikan institusional memegang peranan penting sebagai pengawas manajemen. Investor institusi memiliki keahlian, sumber daya, dan waktu untuk mengawasi manajemen secara aktif. Hasilnya, manajemen akan cenderung menyelaraskan kepentingannya dengan investor. Di samping itu, pemilik institusi juga merupakan *blockholder*, yaitu pemilik saham dalam jumlah besar. Apabila pemilik institusi melepas sahamnya, saham yang dijual cenderung memiliki volume yang besar. Akibatnya, investor memandang penurunan kepemilikan institusional sebagai sinyal negatif dan berujung pada penurunan *return* saham. Oleh sebab itu, kepemilikan institusional dipercaya bisa meningkatkan *return* saham.

Berdasarkan teori sinyal beserta hasil penelitian terdahulu di atas seharusnya struktur modal, kepemilikan institusional, dan kinerja keuangan memengaruhi *return* saham. Walaupun demikian, munculnya investor baru di masa pandemi diperkirakan tidak menggunakan laporan keuangan. Suhadak *et al.* (2020) menyebutkan bahwa informasi seperti laporan keuangan dijadikan dasar pengambilan keputusan bagi investor, akan tetapi investor yang baru memulai investasi belum tentu mengerti cara memanfaatkan informasi dari laporan keuangan. Selain itu, menurunnya perekonomian di masa pandemi diindikasikan dapat mengubah perilaku investor, yang mana mereka tidak lagi berpedoman kepada laporan keuangan ketika berinvestasi (Gavalas *et al.*, 2022).

Alasan lain yang memprakarsai penelitian ini adalah adanya perbedaan hasil yang penelitian – penelitian terdahulu, seperti pada penelitian Khan *et al.* (2013) dan Abdullah (2015) terkait bagaimana struktur modal memengaruhi *return* saham. Penelitian Khan *et al.* (2013) menunjukkan pengaruh struktur modal yang positif terhadap *return* saham, sedangkan Abdullah (2015) menemukan hasil yang sebaliknya. Fenomena peningkatan jumlah investor di saat pandemi dan kesenjangan hasil penelitian sebelumnya memprakarsai dilakukannya penelitian ini.

Penelitian ini dibuat untuk mengamati bagaimana investor merespons informasi terkait struktur modal, kepemilikan institusional, serta kinerja keuangan sebagai sinyal sehingga memengaruhi *return* saham pada perusahaan *real estate* yang tercatat di BEI pada 2020 dan 2021. Pemilihan sektor

properti dan *real estate* sebagai objek didasarkan atas tingginya volume perdagangan saham meskipun pertumbuhan penjualannya terhambat akibat pandemi yang menandakan tingginya antusias investor dalam berinvestasi dalam sektor properti dan *real estate*.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Di dalam pasar modal, teori sinyal digunakan oleh Ross (1977) untuk menjelaskan bahwa manajemen sengaja mengatur struktur modal untuk meningkatkan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Inti dari penelitian Ross (1977) adalah bahwa manajemen perusahaan dapat mengatur kondisi perusahaan supaya terlihat baik di mata investor. Hal tersebut memperlihatkan adanya kesenjangan pengetahuan terkait perusahaan antara manajemen dengan investor. Kesenjangan ini dikenal sebagai asimetri informasi. Akibat asimetri informasi, investor harus bisa meraba prospek perusahaan tanpa mengetahui secara keseluruhan kondisi perusahaan (Ross, 1977).

Dalam perdagangan saham, investor membutuhkan informasi terkait aktivitas perusahaan guna menganalisis prospeknya. Secara keseluruhan, informasi ini tertuang dalam laporan keuangan. Semua perusahaan yang tercatat di BEI harus menyampaikan laporan keuangannya, yang kemudian akan dipublikasikan di situs resmi BEI dan dapat diakses oleh investor.

### Teori *Trade-Off* (*Trade-Off Theory*)

Menurut teori *trade-off*, perusahaan berusaha untuk mengejar target struktur modal yang optimal, yaitu saat manfaat maksimal atas penerbitan utang sebagai sumber dana sudah dicapai. Teori *trade-off* menyebutkan bahwa penerbitan utang memberi manfaat berupa *tax shield*, yaitu saat beban bunga mengurangi jumlah pajak yang harus dibayarkan karena beban bunga merupakan biaya yang boleh dikurangkan dalam perhitungan pembayaran pajak (*deductible expense*). Manfaat ini akan mencapai titik maksimal, yaitu saat beban bunga sudah mengurangi seluruh pajak yang harus dibayarkan.

Meskipun memberi manfaat, meningkatkan utang berarti meningkatkan bunga, sehingga risiko kesulitan keuangan (*financial distress*). Oleh sebab itu, penambahan utang setelah mencapai titik optimal justru akan merugikan (Kraus & Litzenberger, 1973).

### Teori *Pecking Order* (*Pecking Order Theory*)

Diperkenalkan oleh (Myers & Majluf, 1984), teori *pecking order* menyatakan adanya urutan dalam penggunaan dana. Manajemen akan terlebih dahulu menggunakan dana internal, saldo laba, sebelum kemudian menggunakan dana eksternal. Keberadaan asimetri informasi dan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen merupakan alasan terjadinya hal tersebut. Manajemen memiliki pengetahuan yang lebih terkait dengan operasional perusahaan, sehingga penggunaan dana internal untuk mendanai kegiatan operasional akan memberi informasi yang minimal terhadap pemegang saham, sehingga manajemen dapat lebih leluasa dalam memanfaatkan dana.

Implikasi penggunaan laba ditahan pada perspektif investor berdasarkan teori *pecking order* adalah bahwa perusahaan besar yang labanya besar cenderung memiliki utang yang rendah karena perusahaan tidak akan mengambil utang ketika saldo labanya masih ada. Oleh karena itu, investor mengasumsikan bahwa perusahaan yang utangnya tinggi memiliki profitabilitas yang rendah.

Penggunaan laba ditahan juga berarti mengurangi beban bunga yang dibayarkan kepada kreditur dan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, yang menurut manajemen merupakan pemborosan. Jika perusahaan harus menggunakan dana eksternal untuk mendanai kegiatan operasionalnya, maka penggunaan utang lebih diutamakan dibanding ekuitas, dengan alasan yang sama dengan yang disebutkan dalam teori *trade-off* (Myers & Majluf, 1984).

### Teori *Agency* (*Agency Theory*)

Secara umum, pembahasan pada teori keagenan adalah seputar masalah keagenan, yang mana merupakan masalah yang timbul akibat adanya separasi antara investor atau pemegang saham (*principal*) sebagai pemilik dan manajemen (*agent*) sebagai pengelola, yang mana masing – masing pihak memiliki kepentingannya sendiri terhadap perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Manajemen memiliki pengetahuan lebih baik terkait kegiatan dan kondisi perusahaan dibanding investor, hal ini disebut sebagai asimetri informasi. Terjadinya asimetri informasi merupakan akibat dari tidak tersedianya informasi yang menyulitkan investor untuk mengetahui prospek perusahaan (Rahardjo, 2018).

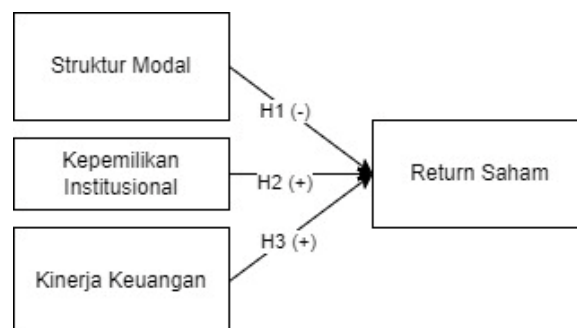
Eisenhardt (1989) menyebutkan bahwa upaya manajemen akan cenderung berperilaku sesuai dengan kepentingan investor apabila investor dapat mengawasi kegiatan manajemen. Oleh karena itu, sistem pengawasan (*monitoring*) merupakan elemen penting bagi investor untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan kepentingannya. Sistem pengawasan bisa berupa pelaporan, pengendalian internal, dan tata kelola perusahaan (Rahardjo, 2018).

### Perumusan Hipotesis

Investor membutuhkan informasi ketika berinvestasi. Informasi yang paling umum digunakan adalah kinerja keuangan. Kinerja keuangan dianggap sebagai cerminan kesuksesan perusahaan, sehingga investor berasumsi bahwa perusahaan yang kinerja keuangannya baik dapat memberi *return* yang tinggi. Walaupun demikian, baiknya kinerja keuangan saja tidak cukup untuk memprediksi *return*. Terdapat kemungkinan bahwa manajemen memanipulasi atau menyembunyikan informasi sebelum diberikan kepada investor. Ada dua cara untuk menanggulangi dampak asimetri informasi, yaitu dengan menganalisis prospek sebenarnya dalam perusahaan, atau menyamakan kepentingan manajemen dengan investor.

Untuk menganalisis prospek perusahaan yang sebenarnya, investor dapat mempertimbangkan perubahan struktur modal perusahaan. Jika perusahaan mendanai proyeknya dengan utang, kemungkinan besar manajemen memerkirakan perusahaan memiliki prospek yang baik. Walaupun demikian, beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa kenaikan utang disusul dengan *return* yang negatif. Alasannya, karena investor menginterpretasikan peningkatan utang sebagai peningkatan risiko.

Untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan investor, struktur kepemilikan harus diatur. Kepemilikan institusional dapat membantu menyelaraskan kepentingan manajemen dengan investor lewat pengawasan. Investor institusional dianggap dapat menjalankan aktivitas pengawasan dengan baik karena memiliki waktu, sumber daya, dan keahlian yang memadai. Selain mengawasi kinerja manajemen, penyelarasan kepentingan antara manajemen dengan investor juga dapat dilakukan dengan memosisikan manajemen sebagai investor.



### Pengaruh Struktur Modal terhadap Return Saham

Teori sinyal, teori *trade-off*, dan teori *pecking order* merupakan dasar teori yang digunakan untuk menjelaskan pengaruh struktur modal terhadap *return* saham. Teori sinyal menjelaskan bahwa struktur modal merupakan sinyal atau informasi yang berguna bagi investor, sedangkan teori *trade-off* dan teori *pecking order* menjelaskan respons investor terhadap struktur modal.

Menurut Van Horne & Wachowicz (2009), struktur modal merupakan informasi yang disampaikan manajemen kepada investor terkait risiko dan profitabilitas perusahaan. Perubahan struktur modal perusahaan akan direspons dengan perubahan *return* saham. Berdasarkan teori *trade-off*, pendanaan dengan utang memiliki manfaat berupa *tax shield*, namun meningkatkan risiko kebangkrutan (Kraus & Litzenberger, 1973). Berkebalikan dengan teori *trade-off*, teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan akan mengutamakan saldo laba sebagai pendanaan. Saldo laba diutamakan karena perusahaan dapat menghemat pembayaran bunga dan dividen (Myers & Majluf, 1984). Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan yang labanya besar memiliki utang yang kecil karena perusahaan tidak akan menggunakan utang jika saldo laba masih ada (Suhadak et al., 2020). Jika mengacu kepada teori *trade-off*, seharusnya investor merespons penggunaan utang yang tinggi sebagai sinyal positif, sedangkan jika mengacu kepada teori *pecking order*, seharusnya investor merespons penggunaan utang yang tinggi sebagai sinyal negatif.

Penelitian terdahulu menunjukkan, respons investor terhadap perubahan struktur modal bergantung kepada industri dan negara (Abdullah, 2015; Ahmad *et al.*, 2013; Khan *et al.*, 2013; Yang *et al.*, 2010). Di Indonesia, peningkatan utang dianggap sebagai sinyal negatif. Investor menganggap risiko perusahaan akan meningkat jika penggunaan utang perusahaan meningkat. Hasil penelitian Hermawan (2012) bahwa struktur modal memengaruhi *return* saham secara negatif pada perusahaan perbankan yang tercatat di BEI pada 2008 – 2010 membuktikan bahwa peningkatan utang dianggap sebagai sinyal negatif oleh investor Indonesia. Peningkatan risiko yang disebabkan peningkatan utang berupa ketidakmampuan perusahaan dalam membayar utang beserta bunganya atau pailit (*default*). Atas risiko gagal bayar yang dapat timbul akibat peningkatan utang, investor menjual sahamnya, yang kemudian diikuti dengan penurunan harga saham, dan pada akhirnya mengakibatkan *return* saham dari *capital gain* berkurang (Abdullah, 2015; Marsinah, 2021). Menurut Rambe & Rambe (2020), DER dapat dikatakan ideal apabila nilainya tidak lebih dari 1. Nilai DER lebih dari 1 menandakan bahwa utang perusahaan lebih besar dibanding modalnya, sehingga perusahaan tidak bisa melunasi semua utangnya. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa investor di Indonesia berperilaku sebagaimana yang dinyatakan pada teori *pecking order*.

H1 : Struktur modal memengaruhi *return* saham secara negatif.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Return Saham**

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham dijelaskan lewat teori sinyal dan keagenan. Teori sinyal hanya bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu sinyal atau informasi yang direspons investor, sedangkan teori keagenan menjelaskan bagaimana kepemilikan institusional direspons investor. Menurut teori keagenan, kepemilikan institusional memiliki fungsi untuk mengawasi manajemen sehingga asimetri informasi dapat berkurang. Din *et al.* (2021) dan Marsinah (2021) mengatakan bahwa investor institusional memiliki sumber daya, keahlian, waktu, dan kepemilikan yang besar atas saham perusahaan. Investor institusional dapat menganalisis kondisi perusahaan dan memprediksi prospek perusahaan secara lebih akurat. Oleh karena itu, penjualan saham oleh institusi yang biasanya dilakukan dengan skala besar akan direspons sebagai sinyal negatif bagi investor karena hal ini merupakan pertanda bahwa prospek perusahaan tidak baik. Tidak baiknya prospek perusahaan menyebabkan investor menjual sahamnya, yang kemudian mengakibatkan turunnya permintaan akan saham suatu perusahaan dan disusul dengan penurunan harga saham perusahaannya. Menurunnya harga saham menyebabkan penurunan *return* saham.

Hal yang sebaliknya juga berlaku demikian. Peningkatan kepemilikan institusional direspons sebagai sinyal positif oleh investor. Investor menganggap bahwa jika institusi lain membeli saham perusahaan, maka perusahaan tersebut memiliki prospek yang cerah. Meningkatnya kepemilikan institusional akan meningkatkan permintaan, lalu meningkatkan harga saham, sehingga *capital gain* meningkat (Murwaningsari, 2012).

H2 : Kepemilikan institusional memengaruhi *return* saham secara positif.

### **Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Return Saham**

Pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham berkaitan dengan teori sinyal. Penelitian yang dilakukan Alwathainani (2009) menunjukkan bahwa investor menganggap bahwa perusahaan yang kinerja keuangannya baik, akan baik pula prospek perusahaan tersebut. Akibatnya investor tidak takut untuk membeli saham perusahaan tersebut dengan harga tinggi. Naiknya harga saham meningkatkan *return* saham dari *capital gain*.

Penelitian Khan *et al.* (2013), Chandra *et al.* (2019), dan Suhadak *et al.* (2020) menunjukkan bahwa kinerja keuangan memengaruhi *return* saham secara positif. Ketiga penelitian tersebut sama – sama menunjukkan bahwa investor menganggap kinerja keuangan yang baik sebagai sinyal positif yang menandakan baiknya prospek perusahaan. Prospek perusahaan yang dinilai baik mengundang minat investor untuk membeli saham perusahaan tersebut. Akibatnya saham perusahaan meningkat, sehingga harga saham meningkat.

Pada masa pandemi, kinerja keuangan masih dijadikan patokan oleh investor ketika akan berinvestasi. Sebagai contoh, setelah publikasi laporan keuangan 2020, Bank Danamon yang memiliki ROE sebesar -0,0071 direspons dengan *return* saham sebesar -0,0219, sementara itu Bank Rakyat Indonesia yang memiliki ROE sebesar 0,1354 direspons dengan *return* saham sebesar 0,0238. Contoh tersebut menunjukkan bahwa dalam keadaan pandemi yang identik dengan keterpurukan ekonomi sekalipun, kinerja keuangan masih dijadikan pertimbangan ketika berinvestasi saham.

H3 : Kinerja keuangan memengaruhi *return* saham secara positif.

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Terdapat satu variabel dependen dan tiga variabel independen dalam penelitian ini.

### Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* saham. *Return* saham yang di dalam penelitian ini adalah *capital gain* atau *loss* yang didapatkan investor di akhir *window period*. *Window period* periode yang diamati dalam penelitian *event study* untuk menganalisis keberadaan *abnormal return* pada saat terjadinya kejadian tidak biasa. Berdasarkan Jarc (2019), *event window* yang umum ditetapkan adalah antara 1 sampai 11 hari. Di dalam penelitian ini, *event window* yang ditetapkan adalah 11 hari, yaitu dari hari di saat laporan keuangan dipublikasikan, hingga 10 hari pasca publikasi laporan keuangan. Persamaan di bawah ini digunakan untuk menghitung *return* saham :

$$SR_{it} = \frac{P_{it+10} - P_{it}}{P_{it}}$$

Yang mana :

- $SR_{it}$  = *Return Saham (Stock Return)* di perusahaan (i) setelah sepuluh hari perdagangan pasca publikasi laporan keuangan pada tahun (t)
- $P_{it}$  = *Harga saham (Price)* di perusahaan (i) pada hari laporan keuangan tahun (t) dipublikasikan
- $P_{it+10}$  = *Harga saham (Price)* di perusahaan (i) pada hari ke sepuluh setelah laporan keuangan tahun (t) dipublikasikan

### Variabel Independen

Di dalam penelitian ini, DER digunakan sebagai proksi struktur modal, sebagaimana yang digunakan Chandra *et al.* (2019) dan Abdullah & Tursoy (2021). Untuk mengukur DER, nilai ekuitas yang digunakan adalah nilai buku dari total ekuitas, sedangkan nilai utang yang digunakan adalah nilai buku dari total utang. Pengukuran struktur modal dengan menggunakan rasio DER adalah sebagai berikut :

$$CS_{it} = \frac{TD_{it}}{TE_{it}}$$

Yang mana :

- $CS_{it}$  = *Struktur Modal (Capital Structure)* di perusahaan (i) pada akhir tahun (t)
- $TD_{it}$  = *Total Utang (Total Debt)* di perusahaan (i) pada akhir tahun (t)
- $TE_{it}$  = *Total Ekuitas (Total Equity)* di perusahaan (i) pada akhir tahun (t)

Pengukuran untuk kepemilikan institusional pada penelitian ini merujuk kepada penelitian Din *et al.* (2021), Marsinah (2021), dan Tayachi *et al.* (2022) yang dihitung dengan persamaan sebagai berikut :

$$IO_{it} (\%) = \frac{IO_{it}}{\text{total saham beredar}_{it}}$$

Yang mana :

- $IO_{it}$  = *Kepemilikan Institusional (Institutional Ownership)* di perusahaan (i) pada akhir tahun (t)

Di dalam penelitian ini, ROE merupakan proksi untuk kinerja keuangan, sebagaimana yang digunakan pada penelitian – penelitian terdahulu, seperti pada penelitian Chandra *et al.* (2019) dan Kalash (2021). Berikut ini merupakan rumus penghitungan ROE sebagai proksi dari kinerja keuangan :

$$FP_{it} (\%) = \frac{NI_{it}}{TE_{it}}$$

Yang mana :

- $FP_{it}$  = *Kinerja Keuangan (Financial Performance)* di perusahaan (i) pada akhir tahun (t)
- $NI_{it}$  = *Laba Bersih Setelah Pajak (Net Income After Tax)* di perusahaan (i) pada akhir tahun (t)

- $TE_{it}$  = Total Ekuitas (*Total Equity*) di perusahaan (i) pada akhir tahun (t)

### Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari data yang akan diambil adalah semua perusahaan pada sektor properti dan *real estate* berdasarkan indeks IDX-IC yang tercatat di BEI pada tahun 2020 dan 2021. Adapun total perusahaan yang termasuk dalam populasi adalah sebanyak 79 perusahaan.

Penelitian ini bersifat *cross-sectional*, sehingga data sebuah perusahaan pada periode tertentu dianggap berbeda dengan data perusahaan pada periode berikutnya. Periode observasi yang ditetapkan dalam penelitian ini adalah dua tahun, yakni tahun 2020 dan 2021. Oleh karena itu, populasi dari data yang digunakan berjumlah 158, dengan rincian 79 perusahaan selama dua tahun periode pengamatan.

Metode *sampling* yang diaplikasikan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yang mana objek yang akan diteliti dipilih berdasarkan kriteria tertentu yang ditetapkan peneliti (Babbie, 2014). Berikut merupakan kriteria yang ditetapkan pada pemilihan sampel dalam penelitian ini :

1. Merupakan perusahaan yang termasuk ke dalam sektor Properti dan *Real estate* berdasarkan indeks IDX-IC pada periode 2020 – 2021.
2. Menyampaikan laporan keuangan tahunan untuk tahun 2020 dan 2021 ke BEI dan bisa diakses atau diunduh melalui situs resmi BEI.
3. Telah melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia sekurang - kurangnya satu tahun sebelum awal periode penelitian (sebelum 2020).
4. Tidak mengalami suspensi atau *delisting* selama periode penelitian (2020 – 2021).
5. Tidak mengalami defisiensi modal.

### Metode Analisis

Di dalam penelitian ini, terdapat tiga variabel independen dan satu variabel dependen, yakni *return* saham (SR), dan tiga variabel independen yaitu struktur modal (CS), kepemilikan institusional (IO), dan kinerja keuangan (FP). Oleh karena itu, digunakan metode analisis regresi linear berganda digunakan dalam penelitian ini. Berdasarkan variabel – variabel yang digunakan, persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$SR_{it} = \alpha + \beta_{CS}CS_{it} + \beta_{IO}IO_{it} + \beta_{FP}FP_{it} + e$$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Objek Penelitian

Selain menyeleksi sampel berdasarkan kriteria, data *outlier* juga harus dikeluarkan dari sampel penelitian. *Outlier* merupakan data ekstrem yang terlihat jauh berbeda dengan observasi lainnya (Ghozali, 2018). Jumlah sampel (n) pada penelitian ini sebanyak 104, dengan rincian 52 perusahaan selama dua tahun pengamatan yang telah dilihat pada **Tabel 1** dibawah ini.

**Tabel 1**  
**Proses Pemilihan Sampel**

No.	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan Properti dan <i>Real estate</i> berdasarkan indeks IDX-IC	79
2	Tidak menyampaikan laporan keuangan pada 2020 dan/atau 2021	(14)
3	Mengalami <i>delisting</i> atau suspensi selama 2020 - 2021	(3)
4	Baru melakukan IPO setelah 2020	(0)
5	Mengalami defisiensi modal	(1)
6	Memiliki data <i>outlier</i>	(9)
	Jumlah perusahaan yang termasuk ke dalam sampel	52
	Tahun pengamatan	2
	Jumlah sampel (n)	104

Sumber : Data sekunder, 2022

### Analisis Statistik Deskriptif

Informasi yang disajikan pada statistika deskriptif mencakup lokasi dan persebaran data. Lokasi data dapat diketahui dengan menganalisis nilai *mean*, sedangkan persebaran data dapat diketahui dengan menganalisis *range*, varians, dan standar deviasi. Hasil analisis statistika deskriptif disajikan pada **Tabel 2**.

**Tabel 2**  
**Analisis Statistika Deskriptif**

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<b>Struktur Modal</b>	104	2,7524	0,0003	2,7527	0,6039	0,5361
<b>Kepemilikan Institusional</b>	104	0,9775	0,0000	0,9775	0,5394	0,2666
<b>Kinerja Keuangan</b>	104	0,4874	-0,2460	0,2415	0,0035	0,0703
<b>Return Saham</b>	104	0,4623	-0,2890	0,1733	-0,0243	0,0755

Sumber : Data sekunder (diolah), 2022

Dari **Tabel 4.2**, terlihat bahwa struktur modal yang diproksikan dengan DER memiliki nilai *mean* sebesar 0,6039. Informasi yang dapat diambil dari nilai tersebut adalah bahwa sebagian besar perusahaan properti dan *real estate* memiliki utang yang lebih rendah dibandingkan ekuitasnya. Kemudian, nilai minimum menunjukkan bahwa ada perusahaan yang memiliki DER sangat rendah, yaitu 0,0003. Standar deviasi untuk struktur modal bernilai 0,536 yang jika dibandingkan dengan nilai *mean*, menandakan bahwa tidak banyak perusahaan yang memiliki DER di atas 1.

Analisis lebih lanjut berdasarkan data yang dikumpulkan, terdapat 40 sampel struktur modal yang lebih tinggi dibandingkan rata – ratanya, 21 di antaranya memiliki DER di atas 1. Jika dibandingkan dengan jumlah sampel yang memiliki DER di bawah rata – rata, yaitu 64 sampel, dapat dikatakan bahwa perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia memiliki DER yang relatif rendah.

Nilai *mean* untuk kepemilikan institusional adalah 0,5345, yang berarti secara rata – rata, 53,45% saham perusahaan di sektor properti dan *real estate* dimiliki oleh investor institusi. Angka ini terbilang tinggi dan merupakan tanda bahwa perusahaan di sektor properti dan *real estate* diminati investor institusi dan memiliki prospek yang baik, sebagaimana yang dikatakan Din *et al.* (2021) dan Marsinah (2021) bahwa kemampuan investor institusi dalam menganalisis prospek perusahaan dinilai akurat. Kepemilikan institusional memiliki *range* sebesar 0,9775 dengan nilai minimum 0 dan maksimum 0,9775. Kepemilikan institusional memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,2701. Hal ini menunjukkan bahwa deviasi data tidak terlalu jauh dari rata – rata, jika dibandingkan dengan nilai *range*.

Kinerja keuangan dengan proksi ROE memiliki rata – rata 0,0008 atau 0,0008%. Menurut Ehrhardt & Brigham (2008), angka ROE yang ideal adalah di atas 15%. Kinerja keuangan memiliki standar deviasi 0,075 yang berarti, persebaran data kinerja keuangan mendekati rata – rata. Melalui rata – rata dan standar deviasi, dapat dikatakan bahwa kebanyakan perusahaan di sektor properti dan *real estate* memiliki ROE yang rendah, jauh dari ideal.

*Return* saham memiliki rata – rata -0,019 atau -1,9%. *Return* saham memiliki nilai standar deviasi 0,0755. Jika dibandingkan dengan nilai *range* 0,4623 maksimum 0,1733 dan minimum -0,289, diperkirakan bahwa *return* saham di sektor properti dan *real estate* pasca pelaporan keuangan cenderung negatif. Nilai *range*, *mean*, minimum, dan maksimum *return* saham juga sangat mendekati kinerja keuangan, sehingga apabila kinerja keuangan terbukti memengaruhi *return* saham, maka nilai koefisiennya akan jauh lebih tinggi dibanding struktur modal dan kepemilikan institusional.



## Pembahasan Hasil Penelitian Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda dilakukan untuk menguji hipotesis. Tiga tahap yang dilakukan dalam analisis regresi linear berganda adalah pengujian koefisien determinasi (*adjusted R<sup>2</sup>*), uji F dan uji t. **Tabel 3** di bawah ini menyajikan hasil koefisien determinasi, uji F, dan uji t.

**Tabel 3**  
**Hasil Analisis Regresi Linear Berganda<sup>a</sup>**

	Adjusted R <sup>2</sup>	F	t	Coefficients	Sig.
<b>Model 1</b>	0,065	3,387			0,021
<b>Constant</b>			0,146	0,003	0,885
<b>Struktur Modal</b>			1,170	0,017	0,245
<b>Kepemilikan Institusional</b>			-2,588	-0,070	0,011
<b>Kinerja Keuangan</b>			2,011	0,222	0,047

a. Variabel dependen : *Return* saham  
Sumber : Data sekunder (diolah), 2022

Terdapat lima baris pada **Tabel 3**, yaitu Model 1, Constant, Struktur Modal, Kepemilikan Institusional, serta Kinerja Keuangan. Model 1 yang dimaksud adalah model regresi yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu :

$$SR_{it} = \alpha + \beta_{CS}CS_{it} + \beta_{IO}IO_{it} + \beta_{FP}FP_{it} + e$$

Nilai Sig. pada baris Model 1 mengacu kepada nilai signifikansi untuk uji F, sedangkan nilai Sig. pada baris konstanta (constant) dan setiap variabel independen mengacu kepada nilai signifikansi untuk uji t.

### Koefisien Determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*)

Fungsi koefisien determinasi adalah untuk mengukur kemampuan model regresi dalam menjelaskan variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 dan 1. Semakin rendah nilai koefisien determinasi, semakin rendah kemampuan variabel – variabel independen dalam model regresi dalam menjelaskan variabel dependen.

Berdasarkan **Tabel 3**, nilai koefisien determinasi untuk model 1 adalah 0,065. Hal ini menandakan bahwa variabel – variabel independen dalam penelitian ini, yaitu struktur modal, kepemilikan institusional, dan kinerja keuangan hanya bisa menjelaskan 6,5% variabel *return* saham. 93,5% sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar penelitian.

### Uji F

Tujuan dilakukannya uji F adalah untuk menganalisis apakah seluruh variabel independen secara simultan memiliki memengaruhi variabel dependen. Seluruh variabel independen dianggap memiliki pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen apabila nilai signifikansi dari uji F lebih kecil dari 0,05.

Sebagaimana yang diperlihatkan pada **Tabel 3** menunjukkan bahwa nilai F untuk Model 1 adalah 3,387 dengan nilai signifikansi 0,021. Nilai signifikansi uji F lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel struktur modal, kepemilikan institusional, dan kinerja keuangan secara simultan berpengaruh terhadap variabel *return* saham.

### Uji t

Uji t dilakukan untuk menganalisis apakah masing – masing variabel independen memengaruhi variabel dependen. Fungsi utama dari uji T adalah untuk menguji hipotesis. Hipotesis dapat diterima apabila nilai signifikansi dari variabel tersebut lebih kecil dari 0,05. Berikut adalah hasil dari uji t.

Berdasarkan **Tabel 3**, koefisien ( $\beta$ ) untuk struktur modal adalah 0,017, kepemilikan institusional memiliki nilai -0,070, dan kinerja keuangan memiliki nilai 0,222 dengan nilai konstanta ( $\alpha$ ) 0,003. Berikut merupakan model regresi yang digunakan.

$$SR = 0,003 + 0,017 CS - 0,070 IO + 0,222FP + e$$

Nilai koefisien negatif menandakan bahwa variabel independen tersebut berpengaruh negatif terhadap variabel dependen, sedangkan nilai koefisien positif menandakan bahwa variabel tersebut berpengaruh positif terhadap variabel dependen. Pada model regresi di atas, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *return* saham, sedangkan struktur modal dan kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Dilihat dari signifikansinya, struktur modal memiliki nilai adalah 0,245, lebih besar 0,05. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa struktur modal tidak memengaruhi *return* saham. Sementara itu, nilai signifikansi untuk kepemilikan institusional dan kinerja keuangan adalah 0,011 dan 0,047, lebih kecil dari 0,05. Dari hasil uji t, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional dan kinerja keuangan memengaruhi *return* saham. Secara rinci, pengambilan keputusan untuk menolak atau menerima hipotesis adalah sebagai berikut.

1. Variabel struktur modal (CS) dengan proksi DER tidak berpengaruh terhadap *return* saham karena memiliki nilai signifikansi 0,245, lebih besar dari 0,05. Berdasarkan hasil uji T, H1 yang diajukan yakni struktur modal berpengaruh negatif terhadap *return* saham harus ditolak (**H1 ditolak**).
2. Variabel kepemilikan institusional (IO) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham karena memiliki nilai signifikansi 0,011 dengan koefisien -0,070. Berdasarkan hasil uji T, H2 yang diajukan yakni kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *return* saham harus ditolak (**H2 ditolak**).
3. Variabel kinerja keuangan (FP) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham karena memiliki nilai signifikansi 0,047 dengan koefisien 0,222. Berdasarkan hasil uji T, H3 yang diajukan yakni kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *return* saham dapat diterima diterima (**H3 diterima**).

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Return Saham**

Analisis statistika deskriptif menunjukkan bahwa perusahaan properti dan *real estate* cenderung memertahankan DER yang rendah. Hal ini memperkuat dugaan bahwa pada negara berkembang seperti Indonesia, utang yang tinggi merupakan sinyal negatif sehingga perusahaan berusaha menjaga agar utangnya rendah. Terlepas dari rendahnya utang yang dipertahankan perusahaan, hasil uji t menunjukkan bahwa investor tidak memedulikan struktur modal. Hal ini ditunjukkan lewat signifikansi struktur modal yang lebih besar dari 0,05, yang menandakan bahwa struktur modal tidak memengaruhi *return* saham.

Hasil ini tidak sejalan dengan teori *trade-off* yang menyebutkan bahwa peningkatan utang akan menurunkan beban pajak, sehingga investor merespons kenaikan utang sebagai sinyal positif dan meningkatkan *return* saham. Hasil uji t juga tidak sejalan dengan teori *pecking order* yang menyebutkan bahwa perusahaan akan mengutamakan penggunaan saldo laba sebagai sumber pendanaan untuk menghindari pengeluaran dalam bentuk bunga dan dividen, sehingga investor merespons peningkatan utang sebagai sinyal negatif dan menurunkan *return* saham.

Terkait dengan penelitian terdahulu, hasil uji t dalam penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Khan *et al.* (2013) dan Yang *et al.* (2010) yakni tidak bahwa struktur modal memengaruhi *return* saham secara positif. Hasil uji t juga tidak sejalan dengan hasil penelitian Abdullah (2015) dan Khan *et al.* (2013), yakni bahwa struktur modal memengaruhi *return* saham secara negatif.

Hasil uji t dalam penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Chandra *et al.* (2019) yang menunjukkan bahwa struktur modal tidak memengaruhi *return* saham. Chandra *et al.* (2019) menyimpulkan bahwa investor tidak memedulikan struktur modal ketika berinvestasi.

Berdasarkan hasil uji t, analisis statistika deskriptif, dan dengan mempertimbangkan teori serta penelitian sebelumnya, disimpulkan bahwa perusahaan berusaha untuk memertahankan nilai DER atau utangnya agar tetap rendah. Walaupun demikian, investor pada sektor *real estate* tidak menjadikan struktur modal sebagai dasar pengambilan keputusan ketika berinvestasi.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Return Saham**

Teori keagenan menyebutkan bahwa asimetri informasi dapat dikurangi dengan pengawasan terhadap manajemen. Dalam penelitian ini, pemilik institusi diisinyalir dapat berperan dalam mengawasi manajemen. Walaupun disebutkan demikian, hasil uji t menunjukkan bahwa kepemilikan *return* saham secara negatif. Hasil uji t penelitian ini juga tidak sesuai dengan penelitian Murwaningsari (2012) yang menemukan bahwa *return* saham dipengaruhi kepemilikan institusional secara positif. Oleh sebab itu, dapat dikatakan bahwa fungsi pengawasan pada sektor properti dan *real estate* oleh pemilik institusi, sebagaimana yang dikaitkan dengan teori keagenan, terbukti tidak efektif.

Statistika deskriptif menunjukkan bahwa kepemilikan institusional pada sektor properti dan *real estate* sangat bervariasi, sehingga dapat dikatakan bahwa sampel sangat merepresentasikan populasi.

Hal ini memperkuat pernyataan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional pada perusahaan properti dan *real estate*, semakin rendah *return* sahamnya.

Hasil penelitian sebelumnya yang memiliki hasil serupa dengan hasil uji t dalam penelitian ini adalah penelitian Othman *et al.* (2010) yang menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Kesimpulan yang ditarik dari penelitian tersebut adalah bahwa *blockholder* tidak menjalankan perannya dalam mengawasi manajemen. Kesimpulan atas hasil penelitian tersebut sebenarnya kurang menjelaskan alasan negatifnya pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham. Argumentasi yang mendasari pernyataan tersebut adalah investor seharusnya cukup tidak memedulikan kepemilikan institusional perusahaan apabila pemilik institusional dianggap tidak menjalankan fungsinya dalam mengawasi manajemen, sehingga kepemilikan institusional seharusnya tidak memengaruhi *return* saham. Ditambah lagi dengan hasil analisis statistika deskriptif yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional pada sektor properti dan *real estate* yang tidak dominan namun tidak lemah, kesimpulan pada penelitian Othman *et al.* (2010) semakin diragukan.

Pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap *return* saham merupakan hasil yang di luar ekspektasi karena tidak hanya bertentangan dengan teori keagenan, juga belum ada penelitian terdahulu yang dapat menjelaskannya. Untuk saat ini, kesimpulan yang dapat diambil dari hasil uji t adalah pemilik institusi tidak menjalankan perannya dalam mengawasi manajemen, sehingga investor tidak memercayai efektivitas pengawasan yang seharusnya dilakukan pemilik institusi. Hal ini menyebabkan investor menjual saham ketika kepemilikan institusional naik dan mengakibatkan turunnya harga saham, sehingga *return* saham juga turun.

#### **Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Return Saham**

Teori sinyal menyebutkan bahwa informasi atau sinyal yang diterima penerima informasi akan direspons dengan keputusan yang diambil penerima informasi. Berkaitan dengan pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham pada penelitian ini, investor dapat menginterpretasikan kenaikan atau penurunan *return* saham sebagai sinyal positif maupun negatif. Hasil uji t memperlihatkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil ini selaras dengan hasil penelitian – penelitian sebelumnya, seperti dengan hasil penelitian Khan *et al.* (2013), Chandra *et al.* (2019), dan Suhadak *et al.* (2020) yang menemukan bahwa kinerja keuangan secara positif memengaruhi *return* saham. Kesimpulan yang ditarik dari ketiga penelitian tersebut adalah kinerja keuangan menggambarkan prospek perusahaan dan investor sangat memerhatikan kinerja keuangan ketika akan berinvestasi.

Penelitian Gavalas *et al.* (2022) menunjukkan bahwa terjadi *return* abnormal setelah WHO menetapkan situasi pandemi COVID-19 berupa penurunan harga secara signifikan. Simpulan dari penelitian tersebut adalah bahwa investor menduga bahwa pandemi COVID-19 akan menyebabkan keruntuhan ekonomi sehingga penjualan besar – besaran terjadi, terlepas dari bagaimana prospek perusahaan tersebut. Walaupun demikian, hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa investor masih mempertimbangkan kinerja keuangan ketika pandemi.

Terdapat dua kesimpulan yang dapat diambil dari hasil uji t. Pertama, kinerja keuangan merupakan informasi yang relevan bagi investor dalam keadaan normal. Keadaan normal yang dimaksud adalah tidak adanya kejadian luar biasa yang memengaruhi perilaku investor dalam mengambil keputusan. Kesimpulan kedua adalah bahwa keadaan perekonomian di Indonesia pasca publikasi laporan keuangan 2020 dan 2021 sudah normal, sehingga investor dapat mengambil keputusan dengan pertimbangan yang lebih rasional tanpa dibayangi ketakutan akan runtuhnya ekonomi di masa depan. Walaupun demikian, analisis statistika deskriptif menunjukkan bahwa hanya ada 1 sampel yang memiliki nilai ROE di atas 1, sehingga kinerja keuangan pada perusahaan properti dan *real estate* masih belum ideal.

#### **KESIMPULAN**

Tujuan dilaksanakannya penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal, kepemilikan institusional, dan kinerja keuangan terhadap *return* saham. Pertanyaan penelitian yang telah diutarakan dapat dijawab lewat hasil uji F dan uji t. Berikut merupakan simpulan dari hasil penelitian ini :

1. Struktur modal tidak berpengaruh terhadap *return* saham, dibuktikan dengan nilai signifikansi pada uji t sebesar 0,245. Hasil ini sejalan dengan penelitian Chandra *et al.* (2019) dan dapat

disimpulkan bahwa investor tidak terlalu memerhatikan struktur modal perusahaan ketika berinvestasi.

2. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham, dibuktikan dengan koefisien -0,07 dan nilai signifikansi pada uji t sebesar 0,011. Hasil ini sejalan dengan penelitian Othman *et al.* (2010) dan dapat disimpulkan bahwa investor pada sektor *real estate* tidak memercayai pengawasan yang dilakukan pemilik institusi, sehingga investor justru menjual sahamnya ketika terjadi kenaikan kepemilikan institusional.
3. Kinerja keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham, dibuktikan dengan koefisien 0,222 dan nilai signifikansi pada uji t sebesar 0,047. Hasil ini sejalan dengan penelitian Khan *et al.* (2013), Chandra *et al.* (2019), dan Suhadak *et al.* (2020). Simpulan yang diambil adalah investor menganggap perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik memiliki prospek yang baik pula, sehingga kinerja keuangan direspons sebagai sinyal positif. Hal ini menyebabkan kinerja keuangan yang tinggi akan disertai kenaikan harga saham, sehingga *return* saham meningkat.
4. Struktur modal, kepemilikan institusional, dan kinerja keuangan secara simultan memengaruhi *return* saham. Hal ini tercermin dari hasil uji F dengan nilai 3,387 dengan signifikansi 0,021.

Hasil uji t menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Hasil ini bukan hanya tidak sesuai dengan teori keagenan, namun justru berlawanan dengan teori keagenan, yang mana kepemilikan institusional yang tinggi seharusnya meningkatkan *return* saham karena pemilik institusi berfungsi mengawasi kinerja manajemen. Pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap *return* saham ditemukan oleh Othman *et al.* (2010).

Menurut Othman *et al.* (2010), pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap *return* saham disebabkan oleh tidak efektifnya pengawasan yang dijalankan pemilik institusi. Hal tersebut menyebabkan investor tidak lagi memercayai pemilik institusi, sehingga investor menjual sahamnya ketika angka kepemilikan institusional pada perusahaan tersebut tinggi. Kesimpulan tersebut dinilai kurang kuat karena tidak didasarkan atas teori atau penelitian lebih lanjut. Demikian pula penyebab hasil negatif pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham dalam penelitian ini juga belum bisa dijawab karena tidak ditemukannya teori atau penelitian mendalam yang dapat menjelaskannya. Oleh karena itu, keterbatasan pada penelitian ini adalah kurangnya penjelasan atas pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap *return* saham.

Untuk memahami mengapa kepemilikan institusional dapat berpengaruh negatif terhadap *return* saham, diperlukan penelitian yang lebih mendalam. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya diharapkan dapat meneliti alasan dibalik pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap *return* saham.

## REFERENSI

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021). Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 15(2), 379–398.  
<https://doi.org/10.1007/s11846-019-00344-5>
- Abdullah, M. N. (2015). The Impact of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Dhaka Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 3(1), 10.  
<https://doi.org/10.11648/j.ijefm.20150301.12>
- Ahmad, H., A. Fida, B., & Zakaria, M. (2013). The Co-determinants of Capital Structure and Stock Returns: Evidence from the Karachi Stock Exchange. *the Lahore Journal of Economics*, 18(1), 81–93. <https://doi.org/10.35536/lje.2013.v18.i1.a4>
- Alwathainani, A. M. (2009). Consistency of firms' past financial performance measures and future returns. *British Accounting Review*, 41(3), 184–196. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2009.08.001>
- Babbie, E. (2014). *The Basic of Social Research* (6 ed.). Cengage Learning.
- Badan Pusat Statistik. (2021). Berita Resmi Statistik. In *Bps.Go.Id* (Vol. 19, Nomor 27).
- Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., & Ng, M. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 12(2), 74–89. <https://doi.org/10.1108/jcefts-11-2018-0042>
- Din, S. U., Arshad Khan, M., Khan, M. J., & Khan, M. Y. (2021). Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0220>
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2008). Financial Management: Theory and Practice. In *South-Western Cengage Learning*.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory : An Assessment and Review. *Academy of Management*, 14(1), 57–74.
- Gavalas, D., Syriopoulos, T., & Tsatsaronis, M. (2022). COVID–19 impact on the shipping industry: An event study approach. *Transport Policy*, 116(November 2021), 157–164.  
<https://doi.org/10.1016/j.tranpol.2021.11.016>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hermawan, D. A. (2012). Pengaruh Debt To Equity Ratio, Earning Per Share Dan Net Profit Margin Terhadap Return Saham. *Management Analysis Journal*, 1(5), 1–7.
- Jarc, L. (2019). *An Analysis of The US President Trumps Impact On The Financial Markets through Twitter Posts. November*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm : Managerial Behavior , Agency Cost And Ownership Structure In this paper we draw on recent progress in the theory of (!) property rights ,. *Journal of financial Economics*, 3, 305–360.
- Kalash, I. (2021). The financial leverage–financial performance relationship in the emerging market of Turkey: the role of financial distress risk and currency crisis. *EuroMed Journal of Business*, 2018. <https://doi.org/10.1108/EMJB-04-2021-0056>
- Khan, W., Naz, A., Khan, M., Khan, W. K. Q., & Ahmad, S. (2013). The Impact of Capital Structure and Financial Performance on Stock Returns “A Case of Pakistan Textile Industry.” *Middle East Journal of Scientific Research*, 16(2), 289–295.  
<https://doi.org/10.5829/idosi.mejsr.2013.16.02.11553>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage Author. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- KSEI. (2021). *Press Release : Tutup Tahun 2021 dengan Optimisme Pasar Modal Indonesia Lebih Baik 30. 6*.
- Marsinah. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Properti dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Pemikiran dan Pengembangan Ekonomi Syariah*, 7, 47–65. <https://www.sahamok.net/emiten/sector-property-real-estate/sub-sektor-property-realestate/>
- Murwaningsari, E. (2012). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Return Saham. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*, 12(1), 45–61.

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Othman, R., Arshad, R., Ahmad, C. S., & Hamzah, N. A. A. (2010). The Impact of Ownership Structure on Stock Returns. *International Conference on Science and Social Research (CSSR)*, 1, 217–221.
- Rahardjo, S. S. (2018). *Etika dalam Bisnis & Profesi Akuntan dan Tata Kelola Perusahaan*. Penerbit Salemba Empat.
- Rambe, I., & Rambe, M. F. (2020). Analysis of Firm Size and Debt To Equity Ratio To Return on Assets Listed on the Indonesia. *International Proceeding of Law & Economics Iple 2020*, 125–133.
- Ross, S. A. (1977). Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach. *Bell J Econ*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Suhadak, S., Mangesti Rahayu, S., & Handayani, S. R. (2020). GCG, financial architecture on stock return, financial performance and corporate value. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(9), 1813–1831. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-09-2017-0224>
- Tayachi, T., Hunjra, A. I., Jones, K., Mehmood, R., & Al-Faryan, M. A. S. (2021). How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm? *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2021-0291>
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. In *Pearson Education*. [https://doi.org/10.5005/jp/books/10677\\_12](https://doi.org/10.5005/jp/books/10677_12)
- Yang, C. C., Lee, C. few, Gu, Y. X., & Lee, Y. W. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns-A LISREL approach. An empirical test of Taiwan stock markets. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 222–233. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2009.12.001>