



PENGARUH INSIDER OWNERSHIP DAN INSTITUTIONAL OWNERSHIP TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN COST OF EQUITY CAPITAL SEBAGAI VARIABEL MEDIASI

Arief Aqli Fahriza Nasution, Tri Jatmiko Wahyu Prabowo¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +6282135240978

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of ownership structure on the cost of equity capital and firm performance. Furthermore, it investigates whether the cost of equity capital serves as a mediating variable in the relationship between ownership structure and firm performance. The ownership structure is divided into insider ownership and institutional ownership. Firm performance is measured using return on equity (ROE), while the cost of equity capital is estimated using the Capital Asset Pricing Model (CAPM). The sample consists of 54 companies consistently listed in the KOMPAS100 index of the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2021–2023 period, resulting in a total of 144 firm-year observations. The data were analyzed using panel data multiple regression with EViews 13. The results show that insider ownership has a significant negative effect on the cost of equity capital. Institutional ownership has a significant positive effect on firm performance. However, institutional ownership does not have a significant effect on the cost of equity capital, and neither insider ownership nor the cost of equity capital significantly affects firm performance. Consequently, the cost of equity capital does not mediate the relationship between both ownership structure and firm performance. These findings suggest that the cost of equity capital does not play a mediating role in the relationship between ownership structure and firm performance in the context of firms listed in the KOMPAS100 index.

Keywords: ownership structure, agency theory, cost of equity capital, firm performance

PENDAHULUAN

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) menjadi krusial seiring berbagai skandal dan krisis keuangan. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan keuntungan, meningkatkan kinerja, dan menarik investor guna mendorong nilai perusahaan serta kesejahteraan pemegang saham. Mekanisme tata kelola yang baik memastikan alokasi sumber daya yang efektif, mencegah manajemen oportunistik, dan mendukung keberlanjutan. Meski banyak studi menunjukkan hubungan positif antara tata kelola dan kinerja (Arora & Sharma, 2016; Ciftci et al., 2019), kasus Enron dan Parmalat menegaskan pentingnya pengendalian internal (Solomon, 2007). Struktur kepemilikan menjadi elemen penting karena menentukan sejauh mana pemegang saham dapat mengendalikan manajemen.

Menurut *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976), konflik muncul akibat pemisahan kepemilikan dan pengelolaan, yang memicu biaya agensi. Dua pendekatan dapat menekan masalah ini: *alignment approach*, dengan memberi kepemilikan kepada manajemen (*insider*), dan *control approach*, melalui pengawasan pemegang saham eksternal seperti institusi. *Insider ownership* diyakini menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, meski temuan empiris beragam: sebagian mendukung hubungan positif (Boshnak, 2023; Iwasaki et al., 2022), sementara lainnya menunjukkan hasil tidak signifikan atau bergantung pada proporsi kepemilikan (Afza et al., 2013). *Institutional ownership*

¹ Corresponding author

umumnya memperkuat fungsi pengawasan (Haryono et al., 2017), tetapi juga berpotensi meningkatkan biaya agensi (Faysal et al., 2020).

Struktur kepemilikan juga berhubungan dengan *cost of equity capital*. *Agency theory* menyatakan kepemilikan yang efektif dapat menekan asimetri informasi dan risiko, sehingga menurunkan biaya ekuitas. Berbagai hasil empiris menemukan bahwa *institutional ownership* kadang menurunkan (Attig et al., 2013), kadang tidak (Bozec et al., 2014). Hal serupa terjadi pada *insider ownership* (La Rosa et al., 2020).

Di Indonesia, sekitar 58% perusahaan publik dikendalikan keluarga (Carney & Child, 2013). Konsentrasi kepemilikan menekan konflik manajer–pemegang saham, tetapi dapat memunculkan konflik mayoritas–minoritas (Kumala & Siregar, 2021). Dengan menjadikan *cost of equity capital* sebagai variabel mediasi, penelitian ini menganalisis pengaruh *insider* dan *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan di pasar berkembang. Penelitian ini bertujuan menjawab: (1) apakah *insider ownership* memengaruhi kinerja dan *cost of equity capital*; (2) apakah *institutional ownership* berpengaruh terhadap kinerja dan *cost of equity capital*; (3) apakah *cost of equity capital* memengaruhi kinerja; dan (4) apakah variabel tersebut memediasi hubungan struktur kepemilikan dengan kinerja.

Adapun alur penulisan artikel ini adalah sebagai berikut: Bagian 2 menyajikan tinjauan pustaka dan pengembangan hipotesis. Bagian 3 menjelaskan data dan metodologi penelitian. Bagian 4 menyajikan hasil empiris dan analisis. Bagian 5 memberikan kesimpulan dan implikasi penelitian.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Agency Theory

Distribusi kepemilikan yang berkembang seiring pertumbuhan pasar modal berpengaruh signifikan terhadap tata kelola perusahaan. *Agency theory* oleh Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa hubungan keagenan terjadi ketika prinsipal mendelegasikan wewenang kepada agen untuk mengelola perusahaan. Namun, manajer sebagai agen cenderung oportunistik jika kepentingannya berbeda dengan pemegang saham (Mitchell dan Meacham, 2011). Baik prinsipal maupun agen berusaha memaksimalkan utilitas masing-masing sehingga menimbulkan konflik keagenan. Eisenhardt (1989) membagi *agency theory* ke dalam perspektif prinsipal–agen dan positivitis. Konflik terutama muncul akibat perbedaan preferensi risiko dan ketidakseimbangan informasi (Bendickson et al., 2016). Hal ini memicu *agency costs* berupa *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss* (Jensen & Meckling, 1976; Solomon, 2007). *Monitoring cost* timbul dari pengawasan pemilik, *bonding cost* dari upaya manajer meyakinkan pemegang saham, sedangkan *residual loss* terjadi ketika keputusan manajer tidak mengoptimalkan nilai perusahaan.

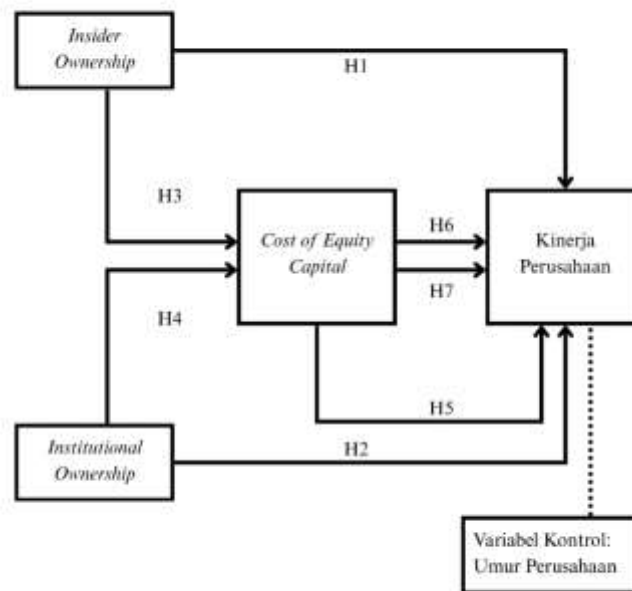
Untuk menekan masalah tersebut, Agrawal dan Knoeber (1996) mengemukakan tujuh mekanisme tata kelola, yaitu kepemilikan insider, kepemilikan institusional, *blockholders*, keberadaan dewan independen, pendanaan utang, pasar tenaga kerja manajer, serta pasar pengendalian perusahaan. Mekanisme ini diharapkan mampu menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, sekaligus meningkatkan efektivitas tata kelola perusahaan.

Dengan demikian, *agency theory* menjelaskan bahwa konflik kepentingan antara agen dan prinsipal dapat menimbulkan biaya keagenan yang menekan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan, baik *insider* maupun *institutional ownership*, menjadi salah satu mekanisme penting untuk mengatasi masalah tersebut dengan mengawasi tindakan manajerial agar selaras dengan kepentingan pemegang saham (Boshnak, 2023; Haryono et al., 2017).

Kerangka Pemikiran

Rancangan kerangka pemikiran teoritis menunjukkan hubungan antara variabel independen, dependen, dan mediasi. Kerangka ini memberikan gambaran bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan serta *cost of equity capital* digambarkan sebagai mediator dalam pengaruh antara variabel independen dan dependen.

Gambar 1 Kerangka Pemikiran



Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Insider ownership* terhadap Kinerja Perusahaan

Insider ownership merupakan mekanisme tata kelola yang memengaruhi kinerja keuangan melalui keterlibatan manajer sebagai pemilik saham. Ketika manajer juga menjadi prinsipal, kepentingan mereka lebih selaras dengan pemegang saham sehingga mendorong motivasi untuk meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Dalam agency theory, pemisahan kepemilikan dan pengendalian menimbulkan potensi konflik kepentingan, di mana manajer cenderung mengejar kepentingan pribadi (Jensen & Meckling, 1976). Dalton et al. (2003) menegaskan bahwa pemberian saham kepada manajer dapat meredam konflik tersebut dan mengarahkan keputusan yang lebih menguntungkan perusahaan.

Penelitian empiris mendukung peran positif insider ownership. Boshnak (2023), Din et al. (2022), dan Iwasaki et al. (2022) menunjukkan bahwa insider ownership meningkatkan kinerja perusahaan sekaligus menekan konflik keagenan. Bahkan, Boshnak (2023) menekankan kontribusinya pada produktivitas dan inovasi yang berdampak positif terhadap kinerja keuangan. Berdasarkan *agency theory* dan bukti empiris sebelumnya, penelitian ini merumuskan hipotesis pertama sebagai berikut:

H1: *Insider ownership* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh *Institutional ownership* terhadap Kinerja Perusahaan

Institutional ownership merujuk pada keterlibatan institusi sebagai pemegang saham dalam mengawasi jalannya perusahaan. Dengan orientasi pada return dan perlindungan aset, pemilik institusional memiliki insentif kuat untuk memastikan sumber daya dimanfaatkan optimal. Hal ini sejalan dengan agency theory yang menyoroti konflik akibat pemisahan

kepemilikan dan pengendalian (Jensen & Meckling, 1976). Dalton et al. (2003) menyatakan bahwa institutional ownership mendorong pengawasan lebih efektif, sedangkan Duggal & Millar (1999) menekankan kapasitas institusi dalam mengalokasikan sumber daya efisien, menekan perilaku oportunistik, dan meningkatkan fokus pada profitabilitas.

Bukti empiris juga mendukung pengaruh positif institutional ownership terhadap kinerja. Haryono et al. (2017) dan Boshnak (2023) menemukan bahwa kepemilikan institusional memperkuat disiplin manajemen. Selain itu, ancaman keluarnya investor institusional dapat menjadi tekanan bagi manajemen untuk menghindari tindakan oportunistik. Dengan demikian, institutional ownership diharapkan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan *agency theory* dan bukti empiris sebelumnya, penelitian ini merumuskan hipotesis kedua sebagai berikut:

H2: *Institutional ownership* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Insider ownership terhadap Cost of equity capital

Insider ownership berpotensi memengaruhi cost of equity capital karena insider memiliki posisi strategis dalam menentukan kebijakan serta pemahaman lebih baik atas prospek dan risiko perusahaan. Kondisi ini dapat menimbulkan information asymmetry yang meningkatkan biaya ekuitas. Namun, ketika insider turut memiliki saham, kepentingan mereka selaras dengan pemegang saham, sehingga konflik berkurang, transparansi meningkat, dan persepsi investor menjadi lebih positif. Dengan demikian, insider ownership mampu menekan asimetri informasi serta menurunkan cost of equity capital. Agency theory mendukung pandangan ini dengan menekankan bahwa insider yang juga berperan sebagai pemilik akan terdorong mengambil keputusan yang menguntungkan perusahaan jangka panjang (Jensen & Meckling, 1976; Faysal et al., 2020).

Temuan empiris juga memperkuat argumen ini. Faysal et al. (2020) dan La Rosa et al. (2020) menunjukkan bahwa insider ownership menurunkan cost of equity capital melalui efektivitas tata kelola dan pengambilan keputusan. La Rosa et al. (2020) menambahkan bahwa kepemilikan manajerial meningkatkan keandalan tata kelola dan mengurangi persepsi risiko investor. Berdasarkan *agency theory* dan bukti empiris sebelumnya, penelitian ini merumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut:

H3: *Insider ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap cost of equity capital.

Pengaruh Institutional ownership terhadap Cost of equity capital

Institutional ownership berperan penting dalam memengaruhi cost of equity capital melalui mekanisme pengawasan yang kuat. Dengan kepemilikan besar, institusi memiliki insentif dan kapabilitas untuk mengawasi manajemen serta mendorong transparansi informasi. Kehadiran mereka menekan konflik keagenan dan mengurangi asimetri informasi, sehingga risiko yang dipersepsikan investor lebih rendah. Hal ini sejalan dengan *agency theory* yang menekankan pentingnya pengawasan eksternal dalam menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Institusi juga memiliki pengalaman dan sumber daya untuk menekan biaya agensi serta memperkuat akuntabilitas manajemen (Huo et al., 2021), sehingga semakin besar kepemilikan institusional, semakin rendah cost of equity capital.

Temuan empiris mendukung hal ini. Ashbaugh et al. (2004), Attig et al. (2013), dan Huo et al. (2021) membuktikan bahwa institutional ownership menurunkan cost of equity capital melalui monitoring efektif, peningkatan kualitas informasi, dan pengendalian manajer. Attig et al. (2013) juga menegaskan bahwa kepemilikan institusional mendorong fokus pada pertumbuhan jangka panjang serta inovasi. Berdasarkan *agency theory* dan bukti empiris sebelumnya, penelitian ini merumuskan hipotesis keempat sebagai berikut:

H4: *Institutional ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap cost of equity capital.

Pengaruh *Cost of equity capital* terhadap Kinerja Perusahaan

Cost of equity capital berpotensi memengaruhi kinerja perusahaan karena tingginya biaya ekuitas mencerminkan information asymmetry dan risiko tinggi dari investor. Kondisi ini dapat memicu CEO turnover yang mengganggu stabilitas organisasi, mengurangi efektivitas strategi, dan berdampak negatif pada kinerja. Agency theory menjelaskan bahwa konflik prinsipal–agen timbul akibat perbedaan tujuan dan ketidakseimbangan informasi (Jensen & Meckling, 1976). Ketika informasi tidak transparan, ketidakpastian meningkat, memperbesar risiko dan cost of equity capital (Muslim & Setiawan, 2021).

Empiris, Ismail & Obiedallah (2022) menemukan cost of equity capital yang tinggi menurunkan kinerja perusahaan. Hu & Lin (2015) menunjukkan risiko tinggi menekan manajemen dan meningkatkan peluang CEO turnover, sementara pergantian yang terlalu sering menurunkan efisiensi serta kesinambungan strategi (Setiawan et al., 2017). Berdasarkan *agency theory* dan temuan penelitian sebelumnya, penelitian ini merumuskan hipotesis kelima sebagai berikut:

H5: *Cost of equity capital* memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Peran *Cost of equity capital* dalam Memediasi Hubungan Antara *Insider ownership* dan *Institutional ownership* dengan Kinerja Perusahaan

Dalam agency theory, perbedaan kepentingan, asimetri informasi, dan perilaku oportunistik manajer menjadi sumber masalah keagenan. Insider ownership dan institutional ownership dipandang mampu mengurangi masalah tersebut dengan menyelaraskan kepentingan manajer–pemegang saham serta memperkuat fungsi pengawasan (Dalton et al., 2003; Duggal & Millar, 1999). Mekanisme ini menurunkan persepsi risiko dan ketidakpastian informasi, sehingga cost of equity capital lebih rendah. Biaya ekuitas yang rendah mencerminkan tata kelola baik, risiko kecil, serta stabilitas perusahaan, yang meningkatkan daya tarik investasi (Ashbaugh et al., 2004; Arhinful et al., 2024).

Temuan empiris juga menegaskan peran mediasi cost of equity capital dalam hubungan struktur kepemilikan dan kinerja. Insider dan institutional ownership terbukti menekan risiko perusahaan serta memperbaiki persepsi investor terhadap kualitas tata kelola, yang berkontribusi pada penurunan cost of equity capital (Ashbaugh et al., 2004; Attig et al., 2013; Faysal et al., 2020). Penurunan ini mendukung peningkatan kinerja perusahaan. Berdasarkan *agency theory* dan bukti empiris, penelitian ini merumuskan hipotesis mediasi sebagai berikut:

H6: *Cost of equity capital* memediasi pengaruh *insider ownership* terhadap kinerja perusahaan.

H7: *Cost of equity capital* memediasi pengaruh *institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan konsisten masuk dalam indeks KOMPAS100 selama periode 2021–2023. Populasi ini dipilih karena perusahaan dalam indeks KOMPAS100 umumnya memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar yang besar, sehingga dianggap representatif. Dari populasi tersebut, sampel ditentukan dengan metode purposive sampling berdasarkan kriteria tertentu, yaitu: perusahaan secara konsisten terdaftar dalam indeks KOMPAS100, bukan berasal dari sektor finansial, tidak mengalami kerugian selama periode penelitian, serta menyajikan informasi laporan tahunan dan laporan keuangan secara lengkap.

Variabel dan Pengukuran

Variabel penelitian yang digunakan terdiri atas variabel independen, dependen, mediasi, dan kontrol. Setiap variabel dan pengukurannya dijabarkan dalam tabel 1.

Tabel 2
Variabel dan Pengukuran

Variabel	Pengukuran
Insider Ownership	Jumlah saham <i>insider</i> / Jumlah saham perusahaan
Institutional Ownership	Jumlah saham <i>insitutional</i> / Jumlah saham perusahaan
Cost of Equity Capital	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) : $R_f + \beta (R_m - R_f)$ Keterangan : R_f = return bebas risiko yang diproksikan dengan suku bunga BI7DRR R_m = return saham yang diperoleh dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) β = Risiko sistematis beta pada setiap perusahaan
Kinerja Perusahaan	<i>Return on Equity</i> (ROE) : <i>Net Income</i> / Jumlah Ekuitas
Umur Perusahaan	Tahun penelitian - tahun berdiri perusahaan

Analisis Data

Analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak *EViews 13* dengan metode analisis jalur berbasis regresi data panel. Pemilihan model regresi data panel dilakukan melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji *Lagrange Multiplier* (LM) untuk menentukan model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), atau *Random Effect Model* (REM). Adapun model regresi yang digunakan dalam penelitian ini terdiri atas dua persamaan. Persamaan pertama menguji pengaruh *insider ownership*, *institutional ownership*, dan umur perusahaan terhadap COEC, dengan model:

$$COEC = \alpha_1 + \beta_1 INSD + \beta_2 INST + \beta_3 AGE + \varepsilon_1.$$

Persamaan kedua menguji pengaruh *insider ownership*, *institutional ownership*, COEC, dan umur perusahaan terhadap kinerja perusahaan, dengan model:

$$FP = \alpha_2 + \beta_4 INSD + \beta_5 INST + \beta_6 COEC + \beta_7 AGE + \varepsilon_2.$$

Keterangan:

FP = Kinerja perusahaan

INSD = *Insider ownership*

INST = *Institutional ownership*

COEC = *Cost of equity capital*

AGE = Umur perusahaan

α = Konstanta

β_{1-6} = Koefisien regresi

ε_{1-2} = Error

Selanjutnya, untuk menguji pengaruh mediasi COEC, digunakan uji Sobel yang bertujuan mengidentifikasi apakah COEC dapat menjadi perantara pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Tabel 2
Sampel Penelitian

No.	Kriteria Pengambilan Sampel	Jumlah
-----	-----------------------------	--------

1.	Perusahaan secara konsisten terdaftar dalam indeks KOMPAS100 selama periode 2021-2023	69
2.	Perusahaan merupakan perusahaan sektor finansial berdasarkan laman resmi BEI	(10)
3.	Perusahaan yang mengalami kerugian selama periode 2021-2023.	(3)
4.	Perusahaan tidak secara lengkap menyajikan informasi yang dibutuhkan dalam penelitian selama periode 2021-2023	(2)
Sampel penelitian		54
Data observasi (54 x 3)		162
Outlier		(18)
Jumlah data observasi		144

Berdasarkan Tabel 4.1, jumlah sampel penelitian terdiri dari 54 perusahaan, dengan total data observasi sebanyak 162. Untuk memastikan kualitas data, peneliti melakukan identifikasi outlier menggunakan perangkat lunak *EViews 13*. Dari hasil tersebut, ditemukan sebanyak 18 observasi yang tergolong sebagai outlier. Setelah data outlier disisihkan, maka jumlah observasi yang digunakan dalam analisis akhir adalah 144 data.

Statistik Deskriptif

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Nilai Minimal	Nilai Maksimal	Rata-Rata	Deviasi Standar
INSD	144	0.0000	0.7119	0.0650	0.1515
INST	144	0.0190	0.9967	0.8004	0.2628
COEC	144	0.0000	0.2914	0.1428	0.0374
FP	144	0.0001	0.2918	0.1158	0.0698
AGE	144	11.0000	72.0000	43.0972	15.6068

Sumber: Output *EViews*, data sekunder yang diolah 2025

Berdasarkan tabel 3, secara keseluruhan, data penelitian menunjukkan bahwa sampel didominasi oleh perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi dan kepemilikan internal rendah, dengan tingkat cost of equity capital yang relatif stabil pada kisaran menengah, serta kinerja keuangan yang bervariasi. Mayoritas perusahaan dalam sampel juga tergolong berusia matang. Sebagian besar variabel memiliki rata-rata lebih besar dari deviasi standar, menandakan distribusi data relatif terkonsentrasi, kecuali variabel INSD yang menunjukkan variasi cukup tinggi antar perusahaan.

Uji Pemilihan Model Regresi

Tabel 4
Uji Pemilihan Model Regresi Persamaan 1

Uji Pemilihan Model	Prob.	Model Terpilih
Uji Chow	0.0041	FEM
Uji Hausman	0.0316	FEM
Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	0.0334	REM

Sumber: Output *EViews*, data sekunder yang diolah 2025

Tabel 5
Uji Pemilihan Model Regresi Persamaan 2

Uji Pemilihan Model	Prob.	Model Terpilih
Uji Chow	0.0000	FEM
Uji Hausman	0.3836	REM
Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	0.0000	REM

Sumber: Output *EViews*, data sekunder yang diolah 2025

Berdasarkan serangkaian pengujian model regresi data panel, diperoleh hasil bahwa untuk persamaan 1 model yang paling sesuai adalah *Fixed Effect Model* (FEM), karena baik uji Chow maupun uji Hausman secara konsisten menunjukkan FEM lebih tepat dibandingkan model lainnya, meskipun uji LM mengindikasikan REM. Sementara itu, untuk persamaan 2 hasil pengujian menunjukkan bahwa model terbaik adalah *Random Effect Model* (REM), di mana uji Chow memilih FEM, tetapi uji Hausman dan uji LM secara konsisten mendukung REM. Dengan demikian, penelitian ini menggunakan FEM untuk persamaan 1 dan REM untuk persamaan 2.

Uji Asumsi Klasik

Ketika menggunakan data panel, tidak semua asumsi klasik wajib terpenuhi. Berdasarkan literatur ekonometrika dan metodologi penelitian, uji asumsi klasik yang dianggap paling relevan ketika menggunakan data panel adalah uji multikolinearitas dan heteroskedastisitas (Basuki dan Prawoto, 2022; Gujarati dan Porter, 2010; Sugiyono, 2013).

Uji Multikolinearitas

Tabel 6
Uji Multikolinearitas

	INSD	INST	COEC	AGE
INSD	1.000000	-0.252829	-0.131867	-0.135078
INST	-0.252829	1.000000	0.195832	-0.322870
COEC	-0.131867	0.195832	1.000000	-0.019661
AGE	-0.135078	-0.322870	-0.019661	1.000000

Sumber: Output *EViews*, data sekunder yang diolah 2025

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas yang disajikan pada tabel 6, dapat diketahui bahwa tidak terdapat nilai korelasi antar variabel independen yang melebihi angka 0,8. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada hubungan linear yang kuat antar variabel independen dalam model regresi yang digunakan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini bebas dari masalah multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 7
Uji Heteroskedastisitas Persamaan 3.1

F-statistic	1.381531	Prob. F(9,134)	0.2025
Obs*R-squared	12.22713	Prob. Chi-Square(9)	0.2008
Scaled explained SS	30.99017	Prob. Chi-Square(9)	0.0003

Sumber: Output *EViews*, data sekunder yang diolah 2025

Tabel 8
Uji Heteroskedastisitas Persamaan 3.2

F-statistic	1.443339	Prob. F(14,129)	0.1424
Obs*R-squared	19.50161	Prob. Chi-Square(14)	0.1467
Scaled explained SS	16.65798	Prob. Chi-Square(14)	0.2749

Sumber: Output *EViews*, data sekunder yang diolah 2025

Berdasarkan hasil uji White pada Tabel 7 dan Tabel 8, diketahui bahwa nilai probabilitas *Obs*R-squared* untuk kedua persamaan $> 0,05$. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model regresi yang digunakan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini memenuhi asumsi heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Tabel 9
Hasil Regresi Persamaan 1

	Koefisien	Error Standar	t-Statistik	Prob.
C	0.341388	0.186997	1.825629	0.0712
INDS	-0.380582	0.138731	-2.743304	0.0073
INST	0.094110	0.129287	0.727920	0.4686
AGE	-0.005783	0.003320	-1.741659	0.0850
R-Squared			0.536076	
Adj. R-Squared			0.262876	
F-Statistic			1.962210	
Prob(F-statistic)			0.002403	

Sumber: Output *EViews*, data sekunder setelah transformasi log natural yang diolah 2025

Tabel 10
Hasil Regresi Persamaan 2

	Koefisien	Error Standar	t-Statistik	Prob.
C	0.046907	0.047160	0.994649	0.3216
INDS	-0.080241	0.055540	-1.444751	0.1508
INST	0.096692	0.034526	2.800543	0.0058
COEC	0.049617	0.113765	0.436139	0.6634
AGE	-0.000173	0.000566	-0.306108	0.7600
R-Squared			0.098166	
Adj. R-Squared			0.072213	
F-Statistic			3.782570	
Prob(F-statistic)			0.005952	

Sumber: Output *EViews*, data sekunder setelah transformasi log natural yang diolah 2025

Tabel 11
Uji Sobel

Hubungan	Uji Sobel		
	Test Statistic	Std Error	p-value
Pengaruh Mediasi COEC dalam pengaruh INSD terhadap FP (INSD → COEC → FP)	-0.43072652	0.04384067	0.66666723
Pengaruh Mediasi COEC dalam pengaruh INST terhadap FP (INST → COEC → FP)	0.37412245	0.01248109	0.70831322

Sumber: Output *Interactive Mediation Tests Quantpsy*, diolah 2025

Interpretasi Hasil

Pengaruh *Insider ownership* terhadap Kinerja Perusahaan

Pada Tabel 10, variabel INSD memiliki koefisien regresi sebesar -0.080241 dengan *p-value* 0.1508. Hasil pengujian menunjukkan bahwa insider ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga H1 ditolak. Temuan ini bertentangan dengan prediksi agency theory yang berpendapat bahwa kepemilikan saham oleh pihak internal dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976; Dalton et al., 2003). Namun, kepemilikan internal yang terlalu tinggi juga berpotensi menimbulkan entrenchment effect, di mana manajer mempertahankan posisinya meski kinerja tidak optimal (Morck et al., 1988). Hal ini membuka kemungkinan bahwa hubungan insider ownership dan kinerja perusahaan bersifat tidak linear, sebagaimana ditunjukkan dalam penelitian terdahulu dengan pola u-shaped atau inverted u-shaped (Afza et al., 2013; Bhabra, 2007; Morck et al., 1988).

Sejalan dengan penelitian sebelumnya (Cheung dan Wei, 2006; Demsetz dan Villalonga, 2001), hasil ini memperlihatkan bahwa variasi insider ownership dalam sampel tidak cukup kuat memengaruhi kinerja perusahaan. Dengan demikian, terdapat faktor lain di luar model penelitian yang mungkin lebih dominan dalam menentukan kinerja perusahaan, sehingga peran insider ownership dalam konteks ini tidak signifikan.

Pengaruh *Institutional ownership* terhadap Kinerja Perusahaan

Pada Tabel 10, variabel INST memiliki koefisien 0.096692 dengan *p-value* 0.0058. Hasil ini menunjukkan bahwa institutional ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga H2 diterima. Temuan ini mendukung agency theory yang menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat ditekan melalui mekanisme pengawasan. Institutional ownership berperan sebagai principals yang mampu mengendalikan manajer, menekan agency costs, serta menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976; Agrawal & Knoeber, 1996).

Dengan sumber daya, keahlian, dan insentif yang memadai, institusi dapat melakukan pengawasan lebih efektif (Duggal & Millar, 1999), sehingga mendorong peningkatan kinerja. Institutional ownership juga memengaruhi strategi perusahaan, mulai dari efisiensi biaya, investasi, hingga kebijakan dividen (Fung & Tsai, 2012). Mereka berperan penting dalam memastikan orientasi jangka panjang dan tahap firm lifecycle tertentu (Glabosky et al., 2025). Hasil ini konsisten dengan bukti empiris terdahulu yang menemukan hubungan positif institutional ownership dengan kinerja perusahaan (Boshnak, 2023; Din et al., 2022; Haryono et al., 2017). Dengan demikian, institutional ownership

terbukti menjadi mekanisme tata kelola yang efektif dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Pengaruh *Insider ownership* terhadap *Cost of equity capital*

Pada Tabel 9, variabel INSD menunjukkan koefisien -0.380582 dengan p-value 0.0073. Hasil ini menegaskan bahwa insider ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap cost of equity capital, sehingga hipotesis ketiga diterima. Temuan ini sejalan dengan agency theory yang menyatakan bahwa kepemilikan internal mampu menekan konflik keagenan. Ketika manajer juga bertindak sebagai pemilik, keputusan yang diambil akan lebih sejalan dengan kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976; Solomon, 2007). Semakin besar kepemilikan manajer, semakin kuat pula insentif mereka untuk meningkatkan kinerja, menjaga efisiensi, dan mendorong pertumbuhan nilai perusahaan (Dalton et al., 2003).

Peningkatan insider ownership juga menurunkan risiko agensi dan meningkatkan kepercayaan investor, sehingga mampu mereduksi cost of equity capital (Chung & Pruitt, 1996; Ashbaugh et al., 2004). Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menemukan hubungan negatif antara insider ownership dan cost of equity capital (Faysal et al., 2020; La Rosa et al., 2020). Dengan demikian, insider ownership dapat dipandang sebagai mekanisme tata kelola efektif dalam menekan konflik keagenan sekaligus menurunkan biaya modal ekuitas perusahaan.

Pengaruh *Institutional ownership* terhadap *Cost of equity capital*

Pada Tabel 9, variabel INST memiliki koefisien positif 0.094110 dengan probabilitas 0.4686, lebih tinggi dari batas signifikansi 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa institutional ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap cost of equity capital, sehingga hipotesis keempat ditolak. Temuan ini tidak mendukung agency theory yang berasumsi bahwa institutional ownership dapat menekan konflik keagenan dan menurunkan biaya modal ekuitas. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa peran institutional ownership terhadap cost of equity capital bersifat kompleks dan kontekstual. Di satu sisi, institusi berpotensi menjadi pengawas efektif (Agrawal & Knoeber, 1996), tetapi di sisi lain dapat menimbulkan dampak negatif, misalnya mendukung keputusan manajemen melalui proxy voting atau mengeksploitasi kepentingan pemegang saham minoritas (Pound, 1988; Bozec et al., 2014).

Institutional ownership juga bisa mendorong keputusan strategis yang lebih berorientasi pada kepentingan sendiri (Gomes & Novaes, 2005). Kondisi ini semakin relevan di Indonesia, di mana lemahnya perlindungan investor menurunkan kepercayaan pada efektivitas mekanisme pasar (Rahmawati et al., 2021). Sejalan dengan penelitian sebelumnya (Meilisa, 2020), hasil ini menegaskan bahwa proporsi institutional ownership dalam konteks penelitian belum cukup untuk memengaruhi cost of equity capital.

Pengaruh *Cost of equity capital* terhadap Kinerja Perusahaan

Pada Tabel 10, variabel COEC memiliki koefisien 0.049617 dengan p-value 0.6634. Hasil ini menunjukkan bahwa cost of equity capital tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga hipotesis kelima ditolak. Temuan ini tidak mendukung agency theory yang memprediksi hubungan negatif, di mana COEC mencerminkan masalah keagenan akibat asimetri informasi dan konflik kepentingan antara prinsipal dan agen (Jensen & Meckling, 1976; Muslim & Setiawan, 2021). Tingginya biaya modal ekuitas memang berpotensi mendorong manajemen meningkatkan kinerja, tetapi tekanan berlebihan dapat memicu CEO turnover yang mengganggu stabilitas organisasi (Hu & Lin, 2015; Setiawan et al., 2017).

Selain itu, COEC yang tinggi tidak selalu menandakan kondisi buruk, sebab perusahaan dengan kinerja baik juga dapat menghadapi risiko industri tinggi atau ekspektasi

return besar dari investor. Bahkan, CEO turnover akibat tekanan terkadang menghasilkan perubahan positif (Salvi et al., 2024). Hasil ini berbeda dengan penelitian sebelumnya (Ismail & Obiedallah, 2022), sehingga mengindikasikan bahwa hubungan COEC dan kinerja perusahaan tidak bersifat langsung maupun sederhana.

Peran *Cost of equity capital* dalam Memediasi Hubungan Antara *Insider ownership* dan *Institutional ownership* dengan Kinerja Perusahaan

Berdasarkan kriteria uji mediasi dari Baron dan Kenny (1986), variabel independen harus berpengaruh signifikan terhadap variabel mediasi, variabel independen terhadap variabel dependen, serta variabel mediasi terhadap variabel dependen. Namun, hasil pengujian yang tercantum dalam tabel 9 dan 10 menunjukkan bahwa syarat-syarat tersebut tidak sepenuhnya terpenuhi. Hasil pengujian yang ditampilkan dalam tabel 11 menunjukkan bahwa variabel COEC tidak memediasi hubungan antara INSD maupun INST terhadap FP. Pada jalur INSD $\rightarrow$ COEC $\rightarrow$ FP, *p-value* yang diperoleh sebesar 0.66666723, sedangkan pada jalur INST $\rightarrow$ COEC $\rightarrow$ FP, *p-value* tercatat sebesar 0.70831322. Kedua nilai ini berada jauh di atas ambang signifikansi 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa efek mediasi tidak signifikan dalam kedua hubungan tersebut. Dengan demikian, H6 dan H7 ditolak.

Temuan ini menegaskan bahwa *cost of equity capital* tidak dapat berfungsi sebagai mekanisme mediasi dalam hubungan antara *institutional ownership* maupun *insider ownership* terhadap kinerja perusahaan pada sampel dan periode penelitian ini. Hal ini mengindikasikan adanya faktor lain di luar model, seperti karakteristik sampel, kondisi pasar, atau persepsi investor, yang kemungkinan lebih berperan dalam memengaruhi hubungan antarvariabel.

KESIMPULAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap *cost of equity capital* (COEC) dan kinerja keuangan perusahaan, serta mengevaluasi peran COEC sebagai variabel mediasi. Objek penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks Kompas100 di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2023, dengan total 144 observasi yang diperoleh melalui purposive sampling. Analisis data menggunakan regresi data panel melalui EViews 13, di mana fixed effect model (FEM) dipilih untuk persamaan 3.1 dan random effect model (REM) untuk persamaan 3.2.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sementara *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan. Selanjutnya, *insider ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap COEC, sedangkan *institutional ownership* berpengaruh positif namun tidak signifikan. Variabel COEC sendiri berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Lebih lanjut, hasil uji mediasi menunjukkan bahwa COEC tidak berperan sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara *insider ownership* maupun *institutional ownership* dengan kinerja perusahaan, karena tidak terpenuhinya syarat signifikansi dalam jalur mediasi.

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, nilai koefisien determinasi pada model 3.2 menunjukkan bahwa variabel independen hanya menjelaskan 9,8% variasi kinerja perusahaan melalui *cost of equity capital*, sehingga sebagian besar variasi dipengaruhi faktor lain di luar model. Kedua, hasil uji mediasi tidak memenuhi syarat, sehingga *cost of equity capital* tidak berperan sebagai variabel perantara dalam hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Ketiga, variabel *insider ownership* (INSD) memiliki deviasi standar lebih besar daripada rata-rata, mencerminkan persebaran

data lebar dan indikasi distribusi tidak normal, yang dapat memengaruhi stabilitas estimasi regresi. Keempat, error standar yang cukup besar pada beberapa estimasi meningkatkan ketidakpastian koefisien, sehingga meski arah hubungan sejalan teori, pengaruhnya tidak signifikan secara statistik. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan memperpanjang periode observasi, menggunakan pendekatan sektoral, menambah variabel kepemilikan lain serta variabel kontrol, dan menerapkan metode mediasi lebih kompleks agar hasil lebih akurat.

REFERENSI

- Afza, N., Ayoib, A. dan, dan Ahmad, C. (2013). Effects of Ownership Structure on Malaysian Companies Performance. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 4, 51–60.
- Agrawal, A., dan Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2331397>
- Arhinful, R., Mensah, L., Amin, H. I. M., dan Obeng, H. A. (2024). The influence of cost of debt, cost of equity and weighted average cost of capital on dividend policy decision: Evidence from non-financial companies listed on the Frankfurt Stock Exchange. *Future Business Journal*, 10(1), 99.
- Arora, A., dan Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(2), 420–436. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2016-0018>
- Ashbaugh, H., Collins, D. W., dan LaFond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. *Emory, University of Iowa. Retrieved on January*, 26(2006), 329–340.
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., dan Guedhami, O. (2013). Institutional investment horizons and the cost of equity capital. *Financial Management*, 42(2), 441–477.
- Attig, N., Fong, W. M., Gadhoun, Y., dan Lang, L. H. P. (2006). Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking and Finance*, 30(10), 2875–2892. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.12.002>
- Basuki, A. T., dan Prawoto, N. (2022). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomika dan Bisnis Edisi Kedua*. Rajawali Pers.
- Bendickson, J., Muldoon, J., Liguori, E. W., dan Davis, P. E. (2016). Agency theory: background and epistemology. *Journal of Management History*, 22(4), 437–449. <https://doi.org/10.1108/JMH-06-2016-0028>
- Bhabra, G. S. (2007). Insider ownership and firm value in New Zealand. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(2), 142–154. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.08.001>
- Boshnak, H. A. (2023). Ownership structure and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-11-2022-0422>
- Bozec, Y., Laurin, C., dan Meier, I. (2014). The relation between excess control and cost of capital. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 93–114. <https://doi.org/10.1108/IJMF-12-2010-0095>
- Carney, R. W., dan Child, T. B. (2013). Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008: The primacy of politics. *Journal of Financial Economics*, 107(2), 494–513. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.013>
- Cheung, W. K. A., dan Wei, K. C. J. (2006). Insider ownership and corporate performance: Evidence from the adjustment cost approach. *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 906–925. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.02.002>

- Chung, K. H., dan Pruitt, S. W. (1996). Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework. *Journal of Banking dan Finance*, 20, 1135–1159. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00039-9](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00039-9)
- Ciftci, I., Tatoglu, E., Wood, G., Demirbag, M., dan Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review*, 28(1), 90–103. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.08.004>
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Certo, S. T., dan Roengpitya, R. (2003). Meta-analyses of financial performance and equity: fusion or confusion? *Academy of Management Journal*, 46(1), 13–26. <https://doi.org/https://doi.org/10.5465/30040673>
- Demsetz, H., dan Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Din, S. U., Arshad Khan, M., Khan, M. J., dan Khan, M. Y. (2022). Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis. *International Journal of Emerging Markets*, 17(8), 1973–1997. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0220>
- Duchin, R., Matsusaka, J. G., dan Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics*, 96(2), 195–214. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.004>
- Duggal, R., dan Millar, J. A. (1999). Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 103–117. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(98\)00018-2](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0929-1199(98)00018-2)
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- 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>
- Fung, S., dan Tsai, S.-C. (2012). Institutional ownership and corporate investment performance. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29(4), 348–365. <https://doi.org/10.1002/CJAS.1232>
- Glabosky, M., Jory, S., Mishra, T., dan Ngo, T. (2025). Institutional ownership and firm performance by life-cycle stage. *Financial Markets and Portfolio Management*. <https://doi.org/10.1007/s11408-025-00471-y>
- Gomes, A. R., dan Novaes, W. (2005). *Sharing of control as a corporate governance mechanism*. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.277111>
- Gujarati, D. N., dan Porter, D. C. (2010). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw Hill.
- Haryono, S. A., Fitriany, F., dan Fatima, E. (2017). Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 14(2), 1.
- Hu, J., dan Lin, Z. (2015). The implied cost of equity capital, corporate investment and chief executive officer turnover. *Accounting dan Finance*, 55(4), 1041–1070.
- Huo, X., Lin, H., Meng, Y., dan Woods, P. (2021). Institutional investors and cost of capital: The moderating effect of ownership structure. *PLoS One*, 16(4), e0249963.
- Ismail, T. H., dan Obiedallah, Y. R. (2022). Firm performance and cost of equity capital: the moderating role of narrative risk disclosure quality in Egypt. *Future Business Journal*, 8(1), 44.
- Iwasaki, I., Ma, X., dan Mizobata, S. (2022). Ownership structure and firm performance in emerging markets: A comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China. *Economic Systems*, 46(2). <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2022.100945>

- Jensen, M. C., dan Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 3). Q North-Holland Publishing Company. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kumala, R., dan Siregar, S. V. (2021). Corporate social responsibility, family ownership and earnings management: the case of Indonesia. *Social Responsibility Journal*, 17(1), 69–86. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2016-0156>
- La Rosa, F., Bernini, F., dan Verona, R. (2020). Ownership structure and the cost of equity in the European context: The mediating effect of earnings management. *Meditari Accountancy Research*, 28(3), 485–514. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2018-0421>
- Meilisa, S. S. (2020). Pengaruh Auditor Size, Auditor Tenure Dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Modal Ekuitas. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 2(3), 1362–1371. <https://doi.org/https://doi.org/10.24912/jpa.v2i3.9564>
- Mitchell, R., dan Meacham, D. (2011). Knowledge worker control: Understanding via principal and agency theory. *Learning Organization*, 18(2), 149–160. <https://doi.org/10.1108/09696471111103740>
- Morck, R., Shleifer, A., dan Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Muslim, A. I., dan Setiawan, D. (2021). Information asymmetry, ownership structure and cost of equity capital: The formation for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(1), 1–17. <https://doi.org/10.3390/joitmc7010048>
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237–265. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90046-3](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90046-3)
- Rahmawati, E., Abubakar, L., dan Fakhriah, E. L. (2021). Re-Conceptualizing The Legal Standing Claim By Financial Services Authority (FSA): Its Challenge In Indonesian Capital Market. *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*, 24(Special Issue 1), 1–10. <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85116117645&partnerID=40&danmd5=9031b13298355d7d24671ce0eb0b3f74>
- Salvi, A., Tron, A., dan Colantoni, F. (2024). The impact of CEO turnover on firm performance and insolvency risk - A global analysis. *Finance Research Letters*, 62, 105093. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105093>
- Setiawan, D., Phua, L. K., Chee, H. K., dan Trinugroho, I. (2017). CEO turnover and firm performance in Indonesia. *Indonesian Capital Market Review*, 9(1), 1.
- Shleifer, A., dan Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461–488. <https://doi.org/https://doi.org/10.1086/261385>
- Shleifer, A., dan Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Solomon, J. (2007). *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley dan Sons.