

## TINJAUAN BIAYA MODAL EKUITAS DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DI INDONESIA

## AN OVERVIEW OF THE COST OF EQUITY CAPITAL AND INSTITUTIONAL OWNERSHIP IN INDONESIA

Ade Imam Muslim\*

### ABSTRAK

Masalah utama yang dialami oleh negara berkembang adalah tingginya biaya modal ekuitas. Studi kami mengeksplorasi kepemilikan institusional dalam mempengaruhi biaya modal ekuitas. Kami mengumpulkan data melalui seluruh emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2016 hingga 2019. Total observasi yang kami kumpulkan adalah 984 observasi. Hasil penelitian memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan institusional bukanlah salah satu faktor yang dapat mengurangi biaya modal ekuitas. Dengan kata lain, kepemilikan institusional tidak berperan sebagai *monitoring effect* yang dapat mengontrol efisiensi dan efektivitas serta pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan sehingga tidak mempengaruhi tinggi rendahnya biaya modal ekuitas. Penelitian kami diharapkan dapat berkontribusi pada pengembangan literatur dan mengisi perdebatan tentang kepemilikan institusional dalam mempengaruhi biaya modal ekuitas yang tinggi dan rendah.

**Kata kunci:** Kepemilikan Institusional, Biaya Modal Ekuitas, Data Panel

### ABSTRACT

*The main issue experienced by developing countries is the high cost of equity capital. Our study explores institutional ownership in influencing the cost of equity capital. We collected data through all issuers listed on the Indonesia Stock Exchange from 2016 to 2019. The total observations we collected were 984 observations. The research results provide empirical evidence that institutional ownership is not one factor that can reduce the cost of equity capital. In other words, institutional ownership does not act as a monitoring effect that can control the efficiency and effectiveness and the disclosure made by the company so that it does not affect the high and low cost of equity capital. Our research is expected to contribute to the development of the literature and fill the debate on institutional ownership in influencing the high and low cost of equity capital.*

**Keywords:** *Indonesia; institutional ownership; cost of equity capital; panel data*

---

\* STIE Ekuitas Bandung, Indonesia, [imam.muslim@ekuitas.ac.id](mailto:imam.muslim@ekuitas.ac.id)

Sitasi: Muslim, A.I. (2022). Tinjauan Biaya Modal Ekuitas dan Kepemilikan Institusional di Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 16(2), 158-171.

Artikel masuk: 28 Oktober 2021; Artikel diterima: 13 Mei 2022

## 1. PENDAHULUAN

Isu utama yang dialami oleh negara berkembang adalah tingginya biaya modal ekuitas (Khalifa *et al.*, 2019). Tingginya biaya modal ekuitas akan berdampak pada menurunnya kinerja perusahaan dan bahkan untuk kasus investasi akan berakibat ditolaknya investasi yang diajukan (Embong *et al.*, 2012). Tabel 1 merepresentasikan tingginya biaya modal ekuitas negara Indonesia dibandingkan dengan negara ASEAN lainnya.

**Tabel 1**  
**Biaya modal ekuitas**

Negara	Biaya Modal*	Negara	Biaya Modal*
Argentina	29.81	Lithuania	31.66
Brazil	33.08	Malaysia	28.51
Bulgaria	28.89	Mexico	28.05
Chile	22.82	Marocco	20.99
China	31.26	Nigeria	36.35
Colombia	27.25	Pakistan	32.23
Czech Republic	23.14	Peru	31.38
Egypt	36.92	Philippine	30.85
Estonia	30.56	Poland	35.44
Greece	38.65	Qatar	16.03
Hungaria	30.21	Russia	34.65
India	37.18	Saudi Arabia	24.68
Indonesia	34.85	Slovenia	21.91
Israel	31.61	Afrika Selatan	31.79
Jordan	19.70	Sri Lanka	33.81
Korea Republic	36.42	Taiwan	29.97
Kuwait	22.48	Thailand	29.82
Tunisia	19.06	Turkey	40.06
United Arab Emirat	21.30		

Sumber : Khalifa, *et al.* (2019), \* Diukur dengan menggunakan model Estrada

Berdasarkan Tabel 1, biaya modal ekuitas perusahaan-perusahaan publik di Indonesia lebih tinggi dibandingkan dengan negara Malaysia, Filipina, dan Thailand. Tercatat Indonesia memiliki biaya modal ekuitas sebesar 34,85 persen. Ini artinya iklim investasi di Indonesia belum efektif dan efisien dibandingkan negara tetangga lainnya. Oleh karena itu, penelitian kami berupaya

mengeksplorasi struktur kepemilikan dalam memengaruhi biaya modal ekuitas. Kami berupaya memberikan bukti empiris dari pasar modal di Indonesia. Kami melakukan penelitian di Indonesia mengingat Indonesia merupakan salah satu negara berkembang dan menarik untuk diteliti. Selain itu, Claessens dan Yurtoglu (2013) serta Setiawan dan Phua (2013) mendorong untuk melakukan penelitian-penelitian tata kelola dalam konteks lokal untuk melihat sejauh mana tata kelola bekerja pada lingkungan yang berbeda.

Penelitian terdahulu dan studi literatur membuktikan hasil inkonsisten. Sebagai contoh dalam Tabel 2, penelitian Jirasakuldech dan Dudney (2011); Bhattacharya dan Hazem Daouk (2016). Hasil penelitian mereka menekankan pentingnya kepemilikan institusional dalam menentukan nilai perusahaan dan melindungi investor, meningkatkan transparansi dan mengurangi biaya modal ekuitas. Hasil tersebut didukung oleh penelitian Ali *et al.* (2019); Gao *et al.* (2020). Sebaliknya, kontradiktif dengan penelitian Arslan dan Abidin (2019) serta Khlif *et al.* (2015). Hasil penelitian mereka justru memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan dan akan meningkatkan biaya modal ekuitas.

**Tabel 2**  
**Gap Penelitian terdahulu**

<b>Author dan Co</b>	<b>Variabel independen</b>	<b>Hasil penelitian</b>
Jirasakuldech & Dudney	Kepemilikan institusional	Berpengaruh negatif
Gao, Shen, Li, Mao, & Shi	Kepemilikan institusional	Berpengaruh negatif
Bhattacharya & Hazem Daouk	Kepemilikan institusional	Berpengaruh negatif
Ali, Yang, Sarwar, & Ali	Kepemilikan institusional	Berpengaruh negatif
Arslan & Abidin	Kepemilikan institusional	Berpengaruh positif
Khlif, Samaha, & Azzam	Kepemilikan institusional	Berpengaruh positif

Sumber : Data diolah

Kami berupaya mengisi gap tersebut melalui konfirmasi bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap biaya modal ekuitas di pasar modal Indonesia. Penelitian ini penting, sebagaimana kami sampaikan di awal, bahwa tingginya biaya modal ekuitas berdampak signifikan terhadap kinerja perusahaan (Embong *et al.*, 2012). Untuk menguji hipotesis, kami melibatkan seluruh emiten yang konsisten listing di Bursa Efek Indonesia periode 2016--2019. Total

observasi yang kami kumpulkan berjumlah 984 observasi. Kemudian, kami melakukan pengujian dengan menggunakan regresi data panel melalui *fixed effect model*.

Penelitian ini kami harapkan memberikan kontribusi terutama terhadap perkembangan literatur tata kelola dan biaya modal ekuitas dengan memberikan bukti empiris dari pasar modal Indonesia. Kami juga berharap dapat memberikan kontribusi terhadap konsekuensi perkembangan ekonomi. Selain itu, kami juga berharap penelitian ini memberikan kontribusi kepada regulator untuk menyusun kebijakan terkait tata kelola.

## 2. TINJAUAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

### **Struktur Kepemilikan berdasarkan *Interest Aligment Theory***

*Interest Aligment Theory* berasumsi bahwa semakin besar kepemilikan modal akan membantu memaksimalkan nilai perusahaan. Selain itu, tesis ini juga dapat dijelaskan melalui teori *stewardship*. Dalam pandangan teori *stewardship*, manajer akan bertindak dan melaksanakan tugas untuk memuaskan semua mitra perusahaan. Hal ini berdampak pada sistem tata kelola perusahaan sehingga akan mengarah pada kepentingan publik. Pada akhirnya kehadiran manajer dan *shareholder* ini akan mengurangi asimetri informasi dan biaya modal ekuitas (Gana, 2020). Terkait kepemilikan asing, Lakhali (2006) berargumentasi bahwa kepemilikan asing lebih waspada dalam melindungi kepentingan mereka dibandingkan investor dalam negeri. Mengacu pada Gana (2020), kepemilikan asing juga lebih menuntut praktik tata kelola yang baik sehingga tingkat kesehatan perusahaan lebih terjaga. Selain itu, kepemilikan asing dapat meyakinkan mitra perusahaan lain dan memberikan kepercayaan kepada calon investor. Pada akhirnya, akan mengarah pada biaya modal ekuitas yang rendah. Berdasarkan uraian tersebut, kami menduga bahwa kepemilikan institusional baik berbentuk perseorangan maupun perusahaan dalam dan luar negeri dapat meningkatkan dan melindungi kepentingan investor, berperan sebagai monitoring yang

meningkatkan transparansi, dan pada akhirnya dapat menurunkan biaya modal ekuitas.

H1 : *Ceteris paribus*, kepemilikan institusional dapat menurunkan biaya modal ekuitas

### 3. METODE PENELITIAN

#### Sampel

Penelitian kami melibatkan seluruh emiten yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2016 sampai dengan 2019. Total emiten yang listing di bursa efek sampai dengan akhir tahun 2019 berjumlah 726 emiten. Kami melakukan filterisasi sesuai dengan keperluan penelitian. Pertama, kecukupan data untuk mengukur biaya modal ekuitas dengan model CAPM. Kedua, emiten-emiten tersebut konsisten listing di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016--2019 dengan mata uang pelaporan rupiah. Dari filterisasi tersebut, kami berhasil mengumpulkan total observasi sebanyak 984 observasi. Tabel 3 berikut merepresentasikan sampel dan observasi yang kami gunakan untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap biaya modal ekuitas.

**Tabel 3**

*Distribution of Firm-Year Observations by Industry and Year*

Industri	Observasi	
	Total	%
Manufaktur	140	14
Barang Konsumsi	124	13
Infrastruktur	84	9
Pertambangan	32	3
Properti	168	17
Perdagangan	300	30
Pertanian, Kehutan	56	6
lainnya	80	8
Total	984	100

Sumber : Data diolah

### 3. MODEL PENELITIAN

Sebagai upaya menjawab hipotesis, kami merumuskan model untuk mengeksplorasi bagaimana struktur kepemilikan berpengaruh pada biaya modal ekuitas. Model yang kami rumuskan sebagai berikut:

$$COEC_{it} = \alpha + \beta_1 Instown_1 + \beta_2 SIZE_2 + \beta_3 Lev_3 + \beta_4 ROA_3 + \beta_5 RTVOL_3 + \beta_6 LogSales_3 + \varepsilon$$

Keterangan:  $COEC_{it}$  merupakan biaya modal ekuitas yang kami ukur dengan model CAPM dan Estrada. *Instown* merupakan struktur kepemilikan, *SIZE*, *Lev*, *ROA*, *RTVOL*, *Logsales* sebagai variabel kontrol.

#### Pengukuran Variabel

##### Pengukuran biaya modal ekuitas

Variabel dependen dalam penelitian kami adalah biaya modal ekuitas yang kami ukur dengan menggunakan CAPM. Model ini telah digunakan oleh banyak peneliti dan valid dalam mengukur biaya modal ekuitas sebagaimana penelitian Ingram dan Margetis (2010). Model CAPM diperkenalkan oleh Markowitz (1952), kemudian digunakan oleh Sharpe (1964). Secara matematis, model ini dirumuskan sebagai berikut:

$$COEC_{it} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Keterangan:  $R_f$  merupakan investasi bebas risiko yang kami proksikan dengan BI 7 Day.  $R_m$  merupakan risiko sistemik yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi oleh investor. Kami menghitung melalui *slope* regresi *return* bulanan saham dengan *return market*.  $R_m$  merupakan *return market*. Kami menggunakan *return* indeks harga saham gabungan (IHSG) sebagai proksi *return market*.

##### Pengukuran Kepemilikan Institusional

Variabel independen dalam penelitian kami adalah kepemilikan institusional. Mengacu pada penelitian Gana dan Krichen (2013), kepemilikan institusional merupakan persentase saham yang dimiliki oleh investor institusi. Institusi dalam hal ini dapat berbentuk lembaga keuangan, jaminan sosial, reksadana, perusahaan investasi, dan perusahaan bentuk lainnya.

### Pengukuran Variabel Kontrol

Kami menggunakan lima variabel kontrol untuk mengontrol karakteristik spesifik perusahaan. Pertama, kami menggunakan *SIZE* sebagai logaritma *natural asset*. Kedua, kami menggunakan *leverage* sebagai perbandingan antara total utang dan total aset. Ketiga, kami menggunakan ROA sebagai perbandingan laba bersih dengan total aset. Keempat, kami menggunakan RTVOL sebagai *volatilitas return* saham yang diukur melalui standar deviasi *return* saham bulanan setiap emiten. Terakhir, kami menggunakan *LogSales* sebagai logaritma natural dari total penjualan. Penelitian terdahulu menggunakan proksi-proksi tersebut dalam kaitannya dengan biaya modal ekuitas. Sebagai contoh, penelitian yang dilakukan oleh Thijssen dan Iatridis (2016); Chen, *et al.* (2011); Lim *et al.* (2014); Choi dan Lee (2014). Tabel 4 berikut merepresentasikan variabel yang kami gunakan beserta pengukurannya.

**Tabel 4**  
**Pengukuran Variabel**

Variabel	Pengukuran	Keterangan
<b>Variabel Dependen</b>		
Biaya modal ekuitas	CAPM	Capital asset Pricing Model & Estrada Model
<b>Variabel Independen</b>	Instown	Proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi atau individu di atas 5 %
Kepemilikan Institusional		
<b>Variabel kontrol</b>	SIZE	Logaritma natural total aset
	LEV	Leverage
	ROA	Return on asset
	RTVOL	Volatilitas return saham
	LogSales	Logaritma natural total sales

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Pertama, kami melakukan analisis deskriptif untuk memperoleh gambaran rata, nilai maksimum, minimum, standar deviasi dan korelasional setiap variabel yang kami gunakan. Kedua, kami melakukan pemilihan model data panel, yaitu dengan melakukan pengujian melalui uji chow, hausman, dan LM. Hasil pengujian tersebut menunjukkan model yang tepat untuk analisis ini adalah model *fixed*.

Tabel 4 merepresentasikan analisis deskriptif dan korelasional struktur kepemilikan dan biaya modal ekuitas, sementara Tabel 5 merepresentasikan hasil pengujian regresi data panel dengan menggunakan *fixed effect model*. Tabel 5 berikut merepresentasikan hasil pengujian deskriptif dan korelasional variabel utama kami, yaitu kepemilikan institusional, dan variabel kontrol, yaitu *Size*, *Lev*, *ROA*, *Logsales*, dan *RTVOL*.

**Tabel 5**  
**Statistik Deskriptif dan Matriks Korelasional**

	CAPM	INSTOWN	SIZE	LEV	ROA	LOGSALES	RTVOL
Mean	0.204453	0.687668	6.472677	0.480955	0.032511	6.204481	0.133516
Median	0.114000	0.704000	6.508000	0.466000	0.033000	6.294000	0.087000
Maximum	5.823000	1.000000	8.095000	4.540000	0.921000	8.489000	5.750000
Minimum	0.000000	0.104000	4.129000	0.000000	-6.691000	1.808000	0.000000
Std. Dev.	0.372794	0.183809	0.719893	0.305389	0.240381	0.821419	0.299716
Skewness	8.121533	-0.661102	-0.180033	5.446104	-22.33698	-0.357427	13.07202
Kurtosis	95.26872	3.113527	2.701258	66.33967	624.5374	3.622058	206.8094
Observ	984	983	984	984	984	983	984

Panel B : Matrik korelasi

	CAPM	INSTOWN	SIZE	LEV	ROA	LOGSALES	RTVOL
CAPM	1.000000						
INSTOWN	-0.022406	1.000000					
SIZE	-0.079404	-0.078258	1.000000				
LEV	-0.010933	-0.045700	-0.024729	1.000000			
ROA	0.033991	0.074012	0.075527	-0.092974	1.000000		
LOGSALES	-0.069395	0.028376	0.809971	0.092480	0.130473	1.000000	
RTVOL	0.522652	0.040707	-0.093841	0.007383	0.044845	-0.084763	1.000000

Sumber : data diolah

Berdasarkan Tabel 4 Panel A di atas, kami memperoleh data bahwa rata-rata CAPM sebesar 0,2. Struktur kepemilikan institusional sebesar 0,68. *Leverage* sebesar 0,48%. *Return on Asset* sebesar 0,03%. Logaritma natural total sales sebesar 6,2, dan volatilitas *return* saham sebesar 0,13. Nilai tengah CAPM sebesar 0,11 %. Struktur kepemilikan institusional sebesar 0,7%. *Leverage* sebesar 0,46%. *Return on Asset* sebesar 0,03%. Logaritma natural *total sales* sebesar 6,2 dan volatilitas *return* saham sebesar 0,08. Nilai maksimum CAPM sebesar 5,8. Struktur kepemilikan institusional sebesar 1. *Leverage* sebesar 4. *Return on Asset* sebesar 0,92. Logaritma *natural total sales* sebesar 8,2 dan volatilitas *return* saham sebesar 5,75. Nilai minimum CAPM sebesar 0. Struktur kepemilikan institusional sebesar 0,1. *Leverage* sebesar 0. *Return on Asset* sebesar 0,92.

Logaritma natural *total sales* sebesar 8,2, dan volatilitas *return* saham sebesar 5,75.

Tabel 5 Panel B memberikan informasi bahwa hubungan korelasional antara struktur kepemilikan dan biaya modal ekuitas sebesar 2 persen, *Size* sebesar 7 persen, *Leverage* sebesar 1 persen, ROA sebesar 3 persen, *Logsales* sebesar 6 persen, dan volatilitas *return* sebesar 52 persen. Berdasarkan itu, kami menganalisis bahwa struktur kepemilikan memiliki hubungan yang lemah dengan biaya modal ekuitas. Begitu juga dengan ukuran perusahaan, *leverage*, ROA, dan logaritma *natural* total penjualan. Namun, untuk volatilitas *return* memiliki hubungan yang kuat dengan biaya modal ekuitas.

Tabel 6 merepresentasikan hasil pengujian untuk melihat sejauh mana kepemilikan institusional memengaruhi biaya modal ekuitas. Berdasarkan hasil pengujian, kami memperoleh simpulan bahwa kepemilikan institusional secara keseluruhan tidak berpengaruh pada biaya modal ekuitas. Hal ini melengkapi pengujian deskriptif bahwa hubungan antara variabel utama kami sangat lemah. Dengan pengujian ini, penelitian kami tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ali *et al.* (2019); Gana (2020); Arslan dan Abidin (2019), serta Khlif *et al.* (2015). Hasil penelitian kami juga belum mampu mengonfirmasi *interest alignment theory* dalam konteks di Indonesia. Kemungkinan besar hal ini terjadi karena kepemilikan institusional di Indonesia belum memainkan peranannya sebagai penyeimbang kepentingan antarpemegang saham dan belum memainkan peranan sebagai mekanisme kontrol yang efektif.

Kami melihat kepemilikan institusional di Indonesia belum memainkan peranan sebagai komponen monitoring sehingga tidak berpengaruh pada biaya modal ekuitas meskipun dari sisi kepemilikan rata-rata di atas 5%. Dugaan kami, monitoring ini lebih diperankan oleh komite audit dan kepemilikan asing. Sebagaimana disampaikan oleh Lakhali (2006) bahwa kepemilikan asing lebih waspada. Kemudian, kami juga menduga bahwa pengukuran kepemilikan institusional harus lebih fokus pada stabilitas. Sejauh mana kepemilikan institusional tersebut konsisten dan stabil dalam perusahaan tersebut. Gao *et al.*

(2020) menemukan bahwa kestabilan investor institusional terbukti dapat menurunkan biaya modal ekuitas.

**Tabel 6**  
**Hasil Pengujian Statistik**

FEM	
Dependent Variable : Biaya modal ekuitas (CAPM) Model	
Intercept	0.916738 (0.2702)
Instown	-0.043311 (0.8168)
Size	-0.142246 (0.2987)
Lev	-0.037263 (0.5359)
ROA	0.060893 (0.2431)
RTVOL	0.579337 (0.0000)***
LogSales	0.028495 (0.6664)
F-Stat	2.472698 (0.0000)***
Adj. R <sup>2</sup>	0.273682
Observation	982

Sumber : data diolah

\*\*\*) signifikan pada 0.001

### Uji Robust

Kami melakukan pengujian tambahan. Pengujian ini kami lakukan untuk melihat sejauh mana konsistensi hasil pengujian utama kami. Pengujian tambahan kami lakukan dengan melibatkan pengukuran biaya modal ekuitas lainnya, yaitu Model Estrada. Model Estrada merupakan model yang tepat dan valid dalam mengukur biaya modal ekuitas yang terjadi di negara-negara berkembang seperti Indonesia (Khalifa *et al.*, 2019). Pengukuran biaya modal ekuitas dengan model Estrada sebagai berikut:

$$COEC_t = R_{fus} + Rm_i * RP_w$$

COEC<sub>it</sub> merupakan biaya modal ekuitas, R<sub>fus</sub> merupakan suku bunga bebas risiko yang kami ambil dari *7 Day Repo Bank Indonesia*. R<sub>Pw</sub> kami peroleh melalui selisih antara *return market* dan suku bunga bebas risiko. Kami memperoleh R<sub>mi</sub> melalui rumus berikut:

$$Rm_i = \frac{\sum \mu_i}{\sum W}$$

$$\Sigma_{\mu i} = \sqrt{\frac{1}{T} \sum (R_i - \bar{R})^2}$$

$$\Sigma_W = \sqrt{\frac{1}{T} \sum (R_m - \bar{R}_m)^2}$$

Keterangan:  $\frac{\Sigma_{\mu i}}{\Sigma_W}$  menggambarkan risiko *downrisk* perusahaan;  $R_i$  adalah *return* bulanan pada perusahaan;  $\bar{R}$  adalah rata-rata *return* tahunan pada perusahaan  $i$ ;  $R_m$  adalah *return market* yang diambil dari *return* bulanan IHSG;  $\bar{R}_m$  adalah rata-rata *return market* tahunan. Secara matematis, pengukuran biaya modal ekuitas dengan menggunakan model Estrada sebagai berikut:

$$COEC_t = R_{fus} + \frac{\Sigma_{\mu i}}{\Sigma_W} * (R_m - \bar{R}_{fus})$$

Tabel 7 berikut merepresentasikan hasil pengujian *robust*. Berdasarkan tabel tersebut, kami memperoleh simpulan bahwa pengukuran dengan menggunakan CAPM dan Model Estrada memiliki konsistensi hasil. Variabel utama kepemilikan institusional dengan menggunakan Model Estrada memiliki koefisien -0.067863 dengan signifikansi 0.9291.

**Tabel 7**  
**Hasil Pengujian Robust**

FEM	
Dependent Variable : Biaya modal ekuitas (Estrada)	
Model	
Intercept	10.66879 (0.0017)***
Instown	-0.067863 (0.9291)
Size	-1.694946 (0.0025)
Lev	-0.340112 (0.1667)
ROA	0.501453 (0.0187)***
RTVOL	4.724069 (0.0000)***
LogSales	0.092732 (0.7311)
F-Stat	6.373301 (0.0000)***
Adj. R <sup>2</sup>	0.578915
Observation	982

Sumber : data diolah

\*\*\*) signifikan pada 0.001

## 5. SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian kami bertujuan untuk mengeksplorasi struktur kepemilikan dalam memengaruhi biaya modal ekuitas. Untuk tujuan itu, kami mengumpulkan data seluruh emiten yang listing di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016 sampai 2019. Hasil penelitian kami menemukan bukti empiris bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan pada biaya modal ekuitas. Penelitian kami tidak sejalan dengan penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Ali *et al.* (2019); Gana (2020); Arslan dan Abidin (2019), serta Khlif *et al.* (2015). Kami melihat kepemilikan institusional di Indonesia belum memainkan peranan sebagai komponen monitoring sehingga tidak berpengaruh pada biaya modal ekuitas meskipun dari sisi kepemilikan rata-rata di atas 5%. Dugaan kami, monitoring ini lebih diperankan oleh komite audit dan kepemilikan asing. Sebagaimana disampaikan oleh Lakhali (2006) bahwa kepemilikan asing lebih waspada dan lebih hati-hati dalam mengambil keputusan. Hasil penelitian kami juga belum mampu mengonfirmasi *interest alignment theory* dalam konteks di Indonesia. Kemungkinan besar hal ini terjadi karena kepemilikan institusional di Indonesia belum memainkan peranan sebagai penyeimbang kepentingan antarpemegang saham dan belum memainkan peranan sebagai mekanisme kontrol yang efektif.

Penelitian ini masih jauh dari sempurna. Penelitian selanjutnya kami harapkan dapat mengungkap mekanisme tata kelola yang lebih komprehensif. Tidak hanya struktur kepemilikan, tetapi variabel-variabel lainnya, seperti kualitas audit, komposisi dewan, gender, dan jumlah rapat. Peneliti lainnya juga dapat mengaitkan tingginya biaya modal ekuitas ini dengan kesempatan untuk melakukan investasi atau nilai perusahaan. Selain penggunaan variabel, penelitian selanjutnya dapat menggunakan observasi yang lebih luas, misalnya lintas negara atau regional.



### DAFTAR RUJUKAN

- Ali, S. T., Yang, Z., Sarwar, Z., & Ali, F. (2019). The impact of corporate governance on the cost of equity. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(2), 293–314. <https://doi.org/10.1108/ajar-08-2019-0062>
- Arslan, M., & Abidin, S. (2019). Nexus between corporate governance practices and cost of capital in PSX listed firms. *Cogent Economics and Finance*, 7(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1600222>
- Bhattacharya, U., & Daouk, H. (2016). The world price of insider trading. *The Journal of Finance*, 57(1), 75–108.
- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. (2011). Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied biaya modal ekuitas. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 171–207. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000591>
- Choi, J. H., & Lee, W. J. (2014). Association between big 4 auditor choice and biaya modal ekuitas for multiple-segment firms. *Accounting and Finance*, 54(1), 135–163. <https://doi.org/10.1111/acfi.12011>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Embong, Z., Mohd-Saleh, N., & Hassan, M. S. (2012). Firm size, disclosure and biaya modal ekuitas. *Asian Review of Accounting*, 20(2), 119–139. <https://doi.org/10.1108/13217341211242178>
- Gana, (2020). Ownership structure and biaya modal ekuitas: Tunisian evidence. *International Journal Business Governance and Ethics*, 14(1), 96–121.
- Gana, R. M., & Krichen, L. A. (2013). Audit committee and external audit quality: substitution or complementarity? Empirical evidence on euronext brussels. *International Journal of Financial Management Research and Development*, 3(2), 22–38.
- Gao, H., Shen, Z., Li, Y., Mao, X., & Shi, Y. (2020). Institutional investors, real earnings management and cost of equity: Evidence from listed high-tech firms in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(14), 3490–3506. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1650348>
- Ingram, M., & Margetis, S. (2010). A practical method to estimate the biaya modal ekuitas for a firm using cluster analysis. *Managerial Finance*, 36(2), 160–167.
- Jirasakuldech, B., & Dudney, D. M. (2011). Financial disclosure, investor protection and stock market behavior: An international comparison. *Rev Quant Finan Acc*, 37, 181–205. <https://doi.org/10.1007/s11156-010-0200-5>
- Khalifa, M., Zouaoui, H., Ben Othman, H., & Hussainey, K. (2019). Exploring the nonlinear effect of conditional conservatism on the biaya modal ekuitas:

- Evidence from emerging markets. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 36, 100272. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2019.100272>
- Khlif, H., Samaha, K., & Azzam, I. (2015). Disclosure, ownership structure, earnings announcement lag and biaya modal ekuitas in emerging markets. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(1), 28–57. <https://doi.org/10.1108/JAAR-06-2012-0046>
- Lakhal, F. (2006). Les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats en France. *Comptabilite - Controle - Audit*, 12(2), 69–92. <https://doi.org/10.3917/cca.122.0069>
- Lim, M., How, J., & Verhoeven, P. (2014). Corporate ownership, corporate governance reform and timeliness of earnings: Malaysian evidence. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 10(1), 32–45. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.11.001>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Setiawan, D., & Phua, L. K. (2013). Corporate governance and dividend policy in Indonesia. *Business Strategy Series*, 14(5–6), 135–143. <https://doi.org/10.1108/BSS-01-2013-0003>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset price: A theory of market equilibrium under condition of risk. *The Journal of Finance*, XIX(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/jofi.12742>
- Thijssen, P., & Iatridis, G. E. (2016). Conditional conservatism and value relevance of financial reporting: A study in view of converging accounting standards. *Journal of Multinational Financial Management*, 37–38, 48–70. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2016.10.001>