

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP *FINANCIAL CONSTRAINTS*

Irny Astuti Amalia, Fuad¹

Jurusan 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 financial constraints of non-financial companies listed on the Kompas 100 Index in 2012-2021. This study uses financial constraints with the calculation of the KZ index as the dependent variable, and managerial ownership, institutional ownership, foreign ownership, Blockholder ownership, concentrated ownership as independent variables, as well as leverage, ROA, current ratio, size, dividend payout, Tobin's Q as variables control.

The population of this study is non-financial companies listed on the Kompas 100 Index for 2012-2021 using a purposive sampling method, resulting in 541 research samples using an unbalanced panel data model. Generalized Least Squares (GLS) are used to test the hypothesis of this study.

The findings from this study prove that Blockholder ownership variables are found to be significantly negatively related to financial constraints; managerial ownership, institutional ownership, foreign ownership, and concentrated ownership are not significant to financial constraints through the KZ proxy. While the research findings with the SA index as a proxy, the concentrated ownership variable was found to be significantly negatively related to financial constraints; managerial ownership, institutional ownership, foreign ownership, and Blockholder ownership are not significant to financial constraints.

Keywords: ownership structure, corporate governance, financial constraints

PENDAHULUAN

Di dalam sebuah perusahaan, memanfaatkan sumber daya yang paling ekonomis dalam mendanai proyek investasi merupakan tujuan utama perusahaan. Terdapat tiga pendanaan yang dapat dipilih perusahaan untuk mendanai proyek perusahaan, yaitu keuangan internal, modal utang (pinjaman), atau penerbitan ekuitas baru (Kumar & Ranjani, 2018). Sumber-sumber pendanaan tersebut merupakan sumber yang paling ekonomis yang nantinya akan melibatkan perusahaan dalam situasi *financial constraints* (Farooq et al., 2022). *Financial constraints* merupakan terbatasnya perusahaan dalam memperoleh modal dari berbagai sumber pembiayaan untuk berinvestasi. *Financial constraints* menyebabkan penghambatan investasi perusahaan dan pertumbuhan ekonomi (Galindo & Schiantarelli, 2012). Myers & Majluf, (1984) menyatakan bahwa di dalam teori kendala keuangan tradisional, sumber utama *financial constraints* yaitu asimetri informasi, konflik keagenan, dan biaya transaksi. Sumber-sumber utama tersebut dapat dikendalikan oleh kepemilikan saham suatu perusahaan. Chu et al., (2016) menyatakan bahwa salah satu penyebab asimetri informasi yaitu karena adanya masalah kontrol kepemilikan. Struktur kepemilikan menentukan konflik agensi dengan memetakan antara kekuasaan dan pengawasan dalam suatu perusahaan (Arum dini S, 2018).

Terdapat studi yang mengkaji hubungan antara struktur kepemilikan dan *financial constraints*, seperti penelitian Lin et al., (2011) yang menyatakan terdapat interaksi positif antara kontrol kepemilikan dengan *financial constraints*. Penelitian sebelumnya mengidentifikasi bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, kepemilikan *Blockholder*, kepemilikan terkonsentrasi memiliki hubungan yang negatif terhadap tingkat *financial constraints* ((Vijayakumar, 2021); (Xu et al., 2022); (Farooq et al., 2022)). Namun, penelitian dari Masulis et

al., (2009); Zou & Xiao, (2006); Liu & Sun, (2010) menyatakan sebaliknya bahwa struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial, kepemilikan asing, kepemilikan terkonsentrasi) memiliki hubungan yang positif terhadap tingkat *financial constraints* perusahaan. Oleh karena itu, adanya kesenjangan penelitian yang telah ditunjukkan, serta masih sedikitnya literatur di Indonesia yang membahas topik ini, membuat peneliti tertarik untuk meneliti lebih lanjut terkait pengaruh struktur kepemilikan terhadap *financial constraints*. Memperluas dan berkontribusi pada penelitian sebelumnya, penelitian ini mengacu pada teori *pecking order* dan teori agensi (*agency theory*) untuk menghasilkan hipotesis yang dapat diuji dan mendapat temuan empiris. Penelitian ini menggunakan 96 perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 selama periode 2012–2021 dan menghasilkan 541 sampel data, dengan menggunakan analisis regresi *Generalized Least Squares* (GLS).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori *Pecking Order*

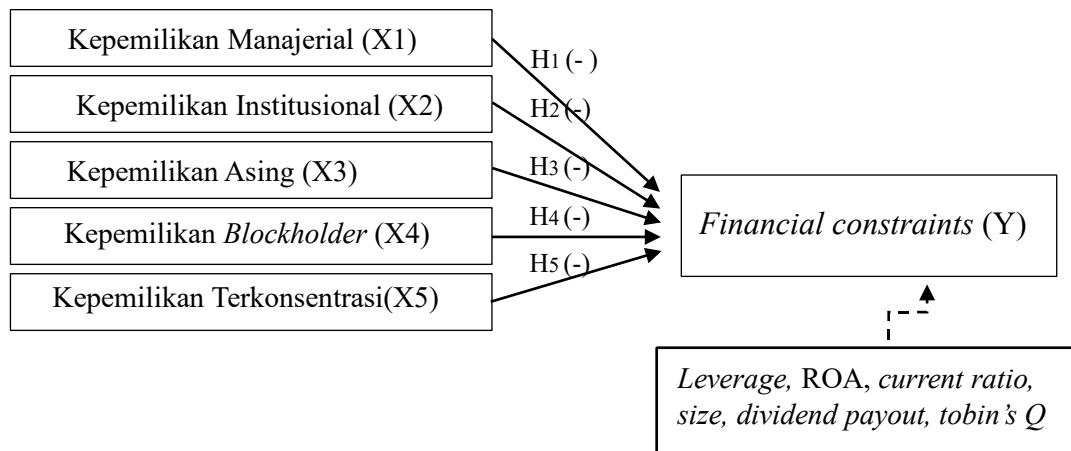
Perusahaan memiliki tiga pilihan untuk memenuhi kebutuhan keuangan: dana internal, pinjaman, atau penerbitan ekuitas baru. Menurut teori *pecking order*, pilihan pendanaan ditentukan oleh biaya yang terlibat. Akibatnya, perusahaan lebih memilih dana internal, lalu pinjaman hutang, dan yang terakhir penerbitan saham baru (Myers & Majluf, 1984). Perusahaan memilih menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu karena profitabilitas yang tinggi, dan terakhir menggunakan pendanaan eksternal karena adanya kemungkinan asimetri informasi antara perusahaan dan pemegang saham. Farooq et al., (2022) menyatakan bahwa sumber-sumber pendanaan tersebut merupakan sumber yang paling ekonomis yang nantinya akan melibatkan perusahaan dalam situasi *financial constraints*. Biasanya, perusahaan akan melakukan hal-hal yang memastikan bahwa mereka menggunakan dana internal, dan menghindari penerbitan utang maupun sekuritas. Melalui konsep teori *pecking order*, keputusan perusahaan mengenai pendanaan yang hendak diperoleh dari pihak eksternal, itu menandakan dari sisi *financial constraints* yang mungkin akan dihadapi perusahaan. Dengan tingkat keterbatasan keuangan tertentu yang dihadapi perusahaan, maka perusahaan dapat memilih sumber pendanaan eksternal yang dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan (Brigita & Widjaja, 2020). Salah satu cerminan perusahaan dikatakan berhasil yaitu ketika perusahaan mudah dalam memperoleh sumber dana eksternal. Perusahaan yang pemasukan dananya semakin mudah didapatkan, maka kinerja perusahaannya juga dianggap semakin baik (Lazuardi, 2020).

Teori Agensi

Teori agensi merupakan adanya pemisahan kepemilikan dan pengawasan dalam mengendalikan perusahaan yang memungkinkan terjadinya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Teori agensi pada dasarnya juga berkaitan dengan pengaruh struktur kepemilikan terhadap *financial constraints*. Konflik keagenan muncul ketika ada ketidaksesuaian keputusan yang dibuat dengan kepentingan pemegang saham, sehingga memerlukan struktur tata kelola dengan memisahkan manajemen keputusan dan pengendalian perusahaan (Li, 1994). Konflik keagenan merupakan salah satu sumber penyebab terjadinya *financial constraints* dalam suatu perusahaan. Sehingga dapat dikatakan bahwa semakin besar konflik agensi yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar tingkat *financial constraints* yang dihadapi perusahaan. Struktur kepemilikan menentukan konflik agensi dengan memetakan antara kekuasaan dan pengawasan dalam suatu perusahaan. Kesimpulan dari teori yang telah dijabarkan ialah bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *financial constraints*.

Dari hubungan ini, maka peneliti menyusun kerangka berpikir:

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Perumusan Hipotesis

Kepemilikan Manajerial dan *Financial Constraints*

Kepemilikan manajerial mengacu pada investasi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan, direktur, atau orang lain yang memiliki kekuasaan untuk menjalankan kegiatan bisnis. Dengan kepemilikan manajerial, ini memberi insentif kepada manajer untuk bertindak sesuai dengan tujuan pemegang saham, terutama melalui peningkatan kinerja dan akuntabilitas untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Imanta & Satwiko, 2011).

Teori agensi mengungkapkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial di suatu perusahaan merupakan salah satu cara dalam meminimalkan permasalahan suatu perusahaan. Menurut Lumapow, (2018) kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen perusahaan untuk mengoptimalkan penggunaan utang sebagai upaya penurunan agency cost. Penggunaan utang yang berkurang, akan mengurangi peluang perusahaan mengalami *financial constraints* (kendala keuangan). Vijayakumaran, (2021) mengatakan bahwa kepemilikan manajerial membantu mengurangi tingkat *financial constraints* yang dihadapi oleh perusahaan, kepemilikan manajerial bertindak sebagai bentuk jaminan yang kredibel kepada pemberi pinjaman, menandakan kualitas proyek investasi ke pasar modal. Penjelasan di atas mengarah pada hipotesis pertama yang dapat diajukan untuk penelitian ini, yaitu:

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *financial constraints*.

Kepemilikan Institusional dan *Financial Constraints*

Kepemilikan institusional adalah investasi dari institusi tertentu yang biasanya lebih besar dibanding institusi individual. Abdullah (2008) mengatakan bahwa dibandingkan dengan investor individu, kepemilikan institusional dalam korporasi memiliki keistimewaan yang lebih besar. Pentingnya investor institusi lebih besar daripada investor individu biasa. Kepemilikan institusional memberikan lebih banyak kendali atas manajemen karena kepentingan yang lebih besar bagi perusahaan (Farooq et al., 2022). Perusahaan dapat memperoleh keuntungan langsung dari kepemilikan institusional melalui biaya pendanaan yang lebih rendah, atau secara tidak langsung melalui kegiatan pemantauan investor institusional dan keahlian keuangan, yang dapat menjadi sinyal bagi kreditur bahwa dana mereka digunakan secara produktif (Boucly et al., 2011). Konflik keagenan dan asimetris informasi dapat berkurang jika adanya pemantauan yang lebih besar. Jika investor mengetahui dana mereka akan digunakan secara baik dan rendahnya praktik kecurangan, maka kepercayaan investor untuk berinvestasi akan meningkat. Hal tersebut akan meningkatkan akses perusahaan ke pendanaan eksternal sehingga meminimalkan peluang perusahaan menghadapi *financial constraints*. Penjelasan di atas mengarah pada hipotesis kedua yang dapat diajukan untuk penelitian ini, yaitu:

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial constraints*.

Kepemilikan Asing dan *Financial Constraints*

Carreira & Silva, (2010) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki akses ke pasar modal asing memiliki peluang yang lebih kecil dalam menghadapi *financial constraints* dibandingkan perusahaan yang hanya mengandalkan pasar modal dalam negeri. Penelitian Blalock et al., (2008) menemukan hasil bahwa eksportir domestik tidak dapat memperluas investasi selama krisis likuiditas yaitu Krisis Keuangan Asia tahun 1997. Sedangkan eksportir dengan kepemilikan asing, mereka memanfaatkan krisis keuangan tersebut dan meningkatkan investasi mereka untuk mengisi kesenjangan pasar. Perusahaan asing menerima bantuan dari perusahaan induk yang memastikan ketersediaan dana mereka. Penelitiannya juga mengungkapkan bahwa investasi perusahaan milik asing meningkat stok modal pasca krisis keuangan sebesar 4% dibanding perusahaan milik domestik. Karena akses ke pasar modal asing mudah, perusahaan asing kurang terkendala secara finansial. Hutchinson & Xavier, (2006) juga menyatakan bahwa perusahaan milik asing di Slovenia dan Puerto Rico kurang dibatasi secara finansial. Afiliasi multinasional berkinerja lebih baik selama periode depresiasi mata uang seperti tahun 1991 – 1999 (Desai et al., 2008). Penjelasan di atas mengarah pada hipotesis ketiga yang dapat diajukan untuk penelitian ini, yaitu:

H3: Kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap *financial constraints*.

Kepemilikan *Blockholder* terhadap *Financial Constraints*

Blockholder didefinisikan sebagai pemegang saham yang setidaknya memiliki 5% saham biasa perusahaan (Thomsen et al., 2006). Sedangkan perubahan pecahan saham yang dimiliki *Blockholder* biasa disebut kepemilikan *Blockholder*. Kepemilikan *Blockholder* yang terkonsentrasi akan memudahkan pemegang saham mengambil keputusan mengenai penggunaan utang (Umar, 2016). Berdasarkan penelitian (Farooq et al., 2022), *Blockholder* mempengaruhi keputusan investasi dan finansial perusahaan. Goergen & Renneboog, (2005) menyatakan bahwa *Blockholder* dalam mengelola pengawasan lebih efektif, mampu meminimalkan penyalahgunaan dana, dan secara positif mempengaruhi komunikasi kreditur. *Blockholder* menyediakan pengawasan manajemen yang lebih aktif, mengawasi manajemen dan mengurangi kemungkinan investasi yang berlebihan. Hal tersebut dapat mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan komunikasi di pasar pendanaan, sehingga meningkatkan persediaan dana saat dibutuhkan dengan menghilangkan asimetri informasi (Farooq et al., 2022). Sehingga dapat dikatakan kepemilikan *Blockholder* tidak mengalami *financial constraints* karena tersedianya dana dari eksternal. Penjelasan di atas mengarah pada hipotesis keempat yang dapat diajukan untuk penelitian ini, yaitu:

H4: Kepemilikan *Blockholder* berpengaruh negatif terhadap *financial constraints*

Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap *Financial Constraints*

Farooq et al., (2022) berpendapat bahwa semakin besar konsentrasi kepemilikan, maka semakin berkurang juga pemantauan manajemen dan mengurangi konflik keagenan. Kepemilikan yang terkonsentrasi memiliki akses yang mudah ke keuangan eksternal, mengurangi kendala keuangannya. Selain itu, kepemilikan yang terkonsentrasi juga berhubungan negatif dengan asimetri informasi (Chen et al., 2008) dan berhubungan positif dengan pengungkapan sukarela (Jiang & Kim, 2004), yang mana kesemuanya mengurangi tingkat kendala keuangan. Penjelasan di atas mengarah pada hipotesis kelima yang dapat diajukan untuk penelitian ini, yaitu:

H5: Kepemilikan terkonsentrasi berhubungan negatif terhadap *financial constraints*

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 pada tahun 2012-2021. Sedangkan sampel yang peneliti gunakan adalah perusahaan *non-keuangan*. Selanjutnya, metode pemilihan sampel yang peneliti gunakan adalah *purposive sampling*. Adapun kriteria spesifik yang ditetapkan oleh peneliti adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan terdaftar di Indeks Kompas 100 pada tahun 2012 – 2021

2. Perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI
3. Perusahaan harus beroperasi selama periode penelitian
4. Perusahaan melaporkan laporan keuangan tahunan nya selama periode 2012 – 2021 pada web perusahaan masing-masing.
5. Perusahaan yang menginformasikan variabel yang diperlukan dalam penelitian ini.

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel dependen *financial constraints* dan variabel independen struktur kepemilikan serta variabel kontrol yang ditunjukkan dalam tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1
Variabel & Pengukurannya

Variabel	Pengukuran
Variabel Dependen (<i>Financial constraints</i>)	
Indeks KZ	$-1.001909 \times \text{Cash flows} / K + 0.2826389 \times Q + 3.139193 \times \text{Debt} / \text{Total capital} + -39.3678 \times \text{Dividends} / K + -1.314759 \times \text{FCF}$
Variabel Independen	
Kepemilikan Manajerial (Man_Own)	% dari saham yang dimiliki oleh manajemen
Kepemilikan Institusional (Inst_Own)	% dari saham yang dimiliki oleh institusi
Kepemilikan Asing (Frgn_Own)	% dari saham yang dimiliki oleh asing
Kepemilikan <i>Blockholder</i> (Block)	Variabel dummy sama dengan “1” jika ada pihak eksternal yang memegang 10% dari saham yang beredar atau “0” sebaliknya
Kepemilikan Terkonsentrasi (Con_Own)	% dari saham yang dimiliki oleh institusi
Variabel Kontrol	
<i>Leverage (LEV)</i>	Total liabilitas dibagi total aset.
ROA	Laba bersih dibagi total aset
<i>Current Ratio</i>	Aset lancar dibagi kewajiban lancar
Ukuran Perusahaan (<i>SIZE</i>)	Ln dari total aset
<i>Dividend Payout</i>	Dividen per saham dibagi penghasilan per saham
Tobin’s Q	Nilai pasar ekuitas ditambah nilai pasar utang dibagi dengan nilai buku total aset.

Metode Analisis

Analisis penelitian ini didasarkan pada analisis data panel *unbalanced*. Dalam mengestimasi regresi dengan menggunakan data panel digunakan tiga jenis metode, yaitu *common effect* (OLS), *fixed effect* (OLS), dan *random effect* (GLS). Uji pemilihan model (uji chow, uji hausman, uji LM) dilakukan untuk melihat model mana yang tepat digunakan dalam penelitian ini (Gujarati & Porter, 2009). *Random Effect Model* (REM) dengan pendekatan *Generalized Least Squared* (GLS) merupakan model yang tepat digunakan dalam penelitian ini. Model regresi linier berganda digunakan dalam hipotesis penelitian ini. Model regresi penelitian dapat dilihat sebagai berikut:

$$FC_{it} = \alpha + \beta_1(MAN_{it}) + \beta_2(INST_{it}) + \beta_3(FOR_{it}) + \beta_4(BLOCK_{it}) + \beta_5(CON_{it}) + \beta_6(Lev_{it}) + \beta_7(ROA_{it}) + \beta_8(CurrentRatio_{it}) + \beta_9(SIZE_{it}) + \beta_{10}(DivPayout_{it}) + \beta_{11}(TobinsQ_{it}) + \epsilon_{it}$$

Dengan keterangan sebagai berikut:

1. FC = *Financial Constraints*
2. MAN = Kepemilikan Manajerial
3. INST = Kepemilikan Institusional
4. FOR = Kepemilikan Asing

- 5. BLOCK = Kepemilikan *Blockholder*
- 6. CON = Kepemilikan Terkonsentrasi
- 7. Lev = *Leverage*
- 8. ROA = *Return on Asset*
- 9. CurrentRatio = Current Ratio
- 10. SIZE = Ukuran Perusahaan
- 11. Tobin's Q = Tobin's Q
- 12. DivPayout = *Dividend Payout Ratio*
- 13. it = Perusahaan ke-I dan tahun ke-t
- 14. α = Alpha
- 15. ε = *Standard Error*
- 16. β = Beta

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Dalam penelitian ini, permasalahan yang diteliti (objek penelitian) meliputi *financial constraints* dan struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, kepemilikan *Blockholder*, kepemilikan terkonsentrasi) yang masing-masing diwakilkan oleh variabel-variabel penelitian. Objek penelitian tersebut difokuskan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar dalam Indeks Kompas 100 tahun 2012-2021. Sedangkan data objek penelitian ini bersumber dari annual report masing-masing perusahaan dan *Bloomberg* UNDIP. Sebanyak 96 perusahaan yang berperan untuk menjadi sampel dalam penelitian ini. Perolehan sampel disesuaikan dengan standar yang telah ditetapkan oleh peneliti. Seperti yang diketahui, bahwa penelitian ini termasuk dalam data panel *unbalanced* dimana setiap unit lintas individu memiliki jumlah pengamatan deret waktu yang berbeda. Sehingga, bukan perusahaan yang dieliminasi dalam sampel penelitian. Namun, data perusahaan yang dianggap missing value.

Tabel 2
Data Hasil Pemilihan Sampel

No.	Pemilihan Sampel	Jumlah Sampel
1.	Sampel data perusahaan non keuangan yang masuk dalam daftar Indeks Kompas 100 tahun 2012-2021	1043
2.	Sampel data yang tidak memenuhi kriteria	(451)
3.	Data Outlier	(51)
	Total sampel penelitian	541

Statistik Deskriptif

Tabel 3 menunjukkan deskripsi statistik model penelitian. Tabel ini menunjukkan bahwa variabel dependen maupun variabel independen memiliki persebaran yang luas, ditunjukkan oleh statistik minimum, maksimum, dan standar deviasi sebagai berikut:

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
FCKZ	541	-1306.4970	1253.0730	-3933.66	1.75
Man_Own	541	0.0026	0.0044	0	0.01
Inst_Own	541	0.3424	0.2923	0	0.91
Frgn_Own	541	0.2172	0.2282	0	0.72
Block	541	0.8632	0.3439	0	1
Con_Own	541	0.5100	0.2070	0.09	1
Lev	541	26.9613	17.3228	0	70.28
ROA	541	6.2986	4.3846	1.35	13.59
Current Ratio	541	1.9499	0.8534	1.03	3.44

Size	541	30.3333	1.2324	27.36	33.2
Div_Payout	541	32.3940	30.1951	0	90
Tobin's Q	541	1.6038	0.7626	0.86	2.95

Sumber: Output STATA 13, data sekunder yang diolah 2023

Hasil analisis deskriptif pada tabel diatas menampilkan analisis deskriptif nilai rata-rata financial constraints dengan indeks KZ dari seluruh sampel adalah -1,306.497. Standar deviasi menunjukkan angka 1253.073 yang mengindikasikan penyebaran *financial constraints* dengan indeks KZ dari 96 perusahaan adalah 1,253.073. Sedangkan nilai minimum *financial constraints* dengan indeks KZ adalah -3,933.99 dan nilai maksimum *financial constraints* dengan indeks KZ yaitu 1.75. yang mengartikan bahwa perusahaan memiliki tingkat *financial constraints* yang rendah.

Hasil perhitungan rata-rata kepemilikan manajerial (Man_Own) adalah 0.00256. Ukuran penyebaran kepemilikan manajerial (Man_Own) yang diperlihatkan dengan nilai standar deviasi sebesar 0.00436. sedangkan nilai minimum kepemilikan manajerial (Man_Own) sebesar 0 dan nilai maksimum nya 0.01. Artinya, kepemilikan manajerial (Man_Own) terendah berada pada persentase 0% atau tidak terdapat investor manajer dalam kepemilikan perusahaan, sedangkan pada data perusahaan kepemilikan manajerial tertinggi yaitu 1%.

Nilai *mean* dari kepemilikan institusional (Inst_Own) sebesar 0.3424 yang menjelaskan bahwa kondisi yang mewakilkan jumlah kepemilikan institusional dari 96 sampel perusahaan sebesar 0.3424. Ukuran penyebaran kepemilikan institusional (Inst_Own) yang dilihat dari nilai standar deviasi yaitu sebesar 0.2923. Sedangkan, nilai minimum dan maksimum kepemilikan institusional (Inst_Own) secara berturut-turut yaitu sebesar 0 dan 0.91 yang menunjukkan kepemilikan institusional terendah dari 541 sampel data penelitian adalah 0%, dan kepemilikan institusional terbesar sebesar 91%.

Nilai rata-rata dari kepemilikan asing (Frgn_Own) yaitu sebesar 0.2172 yang menjelaskan besarnya kondisi yang mewakilkan jumlah kepemilikan asing. Nilai standar deviasi kepemilikan asing (Frgn_Own) adalah sebesar 0.2282 yang merupakan ukuran penyebaran dari kepemilikan asing (Frgn_Own). Sedangkan nilai minimum dari kepemilikan asing (Frgn_Own) adalah 0 yang mengartikan persentase terendah kepemilikan asing adalah sebesar 0%. Nilai maksimum dari kepemilikan asing (Frgn_Own) adalah 0.72 yang mengartikan persentase tertinggi dari kepemilikan asing adalah sebesar 72%.

Hasil perhitungan rata-rata kepemilikan *Blockholder* (Block) adalah sebesar 0.8632 yang menjelaskan besarnya kondisi yang mewakilkan jumlah kepemilikan *Blockholder*. Nilai std. deviasi variabel kepemilikan *Blockholder* adalah sebesar 0.3439 yang menggambarkan ukuran penyebaran kepemilikan *Blockholder* (Block) dari seluruh sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel kepemilikan *Blockholder* (Block) diukur dengan menggunakan dummy yang mana terjadi hasil 1 dan 0. Nilai 1 jika terdapat pihak eksternal yang memiliki kepemilikan saham yang beredar sebesar minimal 10%, serta nilai 0 jika tidak terdapat pihak eksternal yang memiliki kepemilikan saham yang beredar sebesar minimal 10%.

Nilai rata-rata dari variabel kepemilikan terkonsentrasi (Con_Own) dalam penelitian ini adalah sebesar 0.5100. Sebaran kepemilikan terkonsentrasi dari rata-rata adalah 0.2069 dilihat dari nilai standar deviasi. Sedangkan, nilai terendah kepemilikan terkonsentrasi (Con_Own) perusahaan dari sampel penelitian adalah 0.09 dilihat dari nilai minimum. Nilai tertinggi kepemilikan terkonsentrasi (Con_Own) perusahaan dari sampel penelitian adalah 1.00 dilihat dari nilai maksimum.

Hasil Uji Hipotesis

Tabel 4
Hasil Pengujian Hipotesis

Random-effects
GLS regression

R-squared

Num. of obs	541
-------------	-----

within	0.9938
between	0.9969
overall	0.9958

corr(u_i, X) =
0 (assumed)

Number of groups	96
Wald chi2(11)	37238.6
Prob > chi2	0.000
R-squared:	0.9958

FCKZ	Coef.	RSE	t	P>t	(95% Conf. Interval)	
Man_Own	-398.05	725.5824	-0.55	0.583	-1820.165	1024.07
Inst_Own	32.3515	19.77476	1.64	0.102	-6.406349	71.1093
Frgn_Own	-39.754	27.77905	-1.43	0.152	-94.20035	14.6915
Block	-22.595	7.391235	-3.06	0.002	-37.08175	-8.1086
Con_Own	-30.604	29.90824	-1.02	0.306	-89.22342	28.0147
Lev	-0.0023	0.3942366	-0.01	0.995	-0.7749597	0.77042
ROA	1.74604	1.802167	0.97	0.333	-1.786144	5.27822
Current Ratio	0.64266	4.754021	0.14	0.892	-8.675048	9.96037
Size	4.01821	5.219557	0.77	0.441	-6.211933	14.2484
Div_Payout	-41.15	0.3187147	-129.11	0.000	-41.77465	-40.525
Tobin's Q	2.7188	11.40637	0.24	0.812	-19.63728	25.0749
cons	-78.739	160.9941	-0.49	0.625	-394.2817	236.804
sigma_u	49.7409					
sigma_e	63.215					
rho	0.38239					

Sumber: Output STATA 13, data sekunder yang diolah 2023

Tabel 4 menunjukkan hasil pengujian hipotesis berupa uji koefisien determinasi, uji statistik f, dan uji t.

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Hasil regresi menggunakan *Random Effect Model* (REM) dengan *robust standard error*, menghasilkan koefisien determinasi (R²) sebesar 0.9958 dilihat dari R-sq overall. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara statistik 0.9958 atau 99.6% variabel independen dan variabel kontrol dapat menjelaskan pengaruhnya dengan baik terhadap variabel dependen (*financial constraints*). Adapun sisanya sebesar 0.0042 dijelaskan oleh aspek-aspek yang tidak termasuk dalam model.

Uji statistik F

Hasil regresi menunjukkan hasil estimasi melalui *robust standard error* memperoleh nilai probabilitas F-statistik ialah sebesar 0.0000. Sehingga, dapat ditarik kesimpulan bahwa seluruh variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen (*financial constraints*) secara signifikan dan simultan.

Uji t-test

Dengan memperkirakan variabel independen lainnya konstan, uji statistik t membantu mengidentifikasi sejauh mana faktor independen secara individual menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen. Indikator keputusan hasil variabel independen berpengaruh secara signifikan adalah apabila nilai probabilitas < 0.05.

Hasil Uji Robustness Test

Untuk menguji ketahanan hasil, penelitian ini menggunakan indeks SA yang diusulkan oleh Hadlock & Pierce, (2010) untuk mengukur *financial constraints* perusahaan sampel. Beberapa

penelitian juga menggunakan pendekatan serupa dengan menggunakan indeks SA untuk mengetahui dampak *financial constraints*. Setelah melakukan proses pemilihan model yang serupa dengan pengujian indeks KZ, diperoleh hasil bahwa pengujian regresi dengan indeks SA menggunakan teknik regresi GLS dengan model REM.

Tabel 5
Uji Robustness Test

Random-effects
GLS regression

within	0.8811
between	0.5278
overall	0.559

corr (u_i, X) =
0 (assumed)

Num. of obs	541
Number of groups	96
Wald chi2(11)	2037.29
Prob > chi2	0.000
R-squared:	0.559

FCSA	Coef.	RSE	t	P>t	(95% Conf. Interval)	
Man_Own	-1.299	2.661	-0.490	0.626	-6.514	3.917
Inst_Own	0.060	0.061	0.990	0.324	-0.059	0.178
Frgn_Own	-0.068	0.038	-1.770	0.077	-0.143	0.007
Block	-0.144	0.141	-1.030	0.304	-0.420	0.131
Con_Own	-0.326	0.150	-2.180	0.029	-0.620	-0.033
Lev	0.000	0.002	-0.270	0.784	-0.004	0.003
ROA	0.000	0.003	-0.120	0.901	-0.006	0.005
Current Ratio	-0.028	0.024	-1.150	0.251	-0.075	0.020
Size	-0.764	0.058	-13.240	0.000	-0.878	-0.651
Div_Payout	0.000	0.000	0.660	0.510	0.000	0.001
Tobin's Q	-0.010	0.022	-0.440	0.658	-0.054	0.034
cons	2.298	1.582	1.450	0.146	-0.802	5.398
sigma u	0.842					
sigma e	0.102					
rho	0.985					

Sumber: Output STATA 13, data sekunder yang diolah 2023

Pembahasan dan Hasil Penelitian

Hubungan Kepemilikan Manajerial terhadap *Financial Constraints*

Berdasarkan hasil tabel 4.10, memperlihatkan bahwa nilai probabilitas kepemilikan manajerial sebesar 0.583 dimana nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05. Sehingga, keputusan yang diambil dalam penelitian ini adalah hipotesis 1 ditolak. Artinya, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap financial constraints. Hal ini dapat dikatakan bahwa tingkat persentase manajerial di suatu perusahaan bukan merupakan faktor yang mampu mempengaruhi financial constraints. Hal tersebut serupa dengan hasil robustness test melalui pengukuran indeks SA yang diperlihatkan pada tabel 4.11 dimana nilai prob. sebesar 0.626 yang artinya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap financial constraints.

Hal tersebut didukung berdasarkan data penelitian dalam hasil analisis statistik deskriptif, diketahui bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 memiliki hasil indeks

financial constraints yang rendah (bernilai negatif). Hal ini, mengartikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut tidak lagi mengalami *financial constraints* sehingga semakin mudahnya sumber-sumber pendanaan didapatkan, maka struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial) tidak lagi berpengaruh terhadap tingkat *financial constraints* perusahaan.

Selain itu, hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Farooq et al., (2022) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang tidak signifikan dengan *financial constraints*. Tidak ada bukti kelebihan atau kekurangan investasi pada tingkat kepemilikan manajerial (Goergen & Renneboog, 2001). Menurut (Hidayat, 2010) *financial constraints* disebabkan oleh terbatasnya sumber-sumber pendanaan yang tersedia untuk investasi. Sehingga, semakin banyaknya sumber-sumber pendanaan, maka besar kecil saham yang dimiliki oleh manajer tidak mempengaruhi *financial constraints* perusahaan.

Hubungan Kepemilikan Institusional terhadap *Financial Constraints*

Berdasarkan hasil tabel 4.10, memperlihatkan bahwa nilai probabilitas kepemilikan institusional sebesar 0.102 dimana nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05. Sehingga, keputusan yang diambil dalam penelitian ini adalah hipotesis 2 ditolak. Artinya, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *financial constraints*. Hal tersebut serupa dengan hasil robustness test melalui pengukuran indeks SA yang diperlihatkan pada tabel 4.11 dimana nilai probabilitas sebesar 0.324 yang artinya kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *financial constraints*.

Hal tersebut didukung berdasarkan data penelitian dalam hasil analisis statistik deskriptif, diketahui bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 memiliki hasil indeks *financial constraints* yang rendah (bernilai negatif). Hal ini, mengartikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut tidak lagi mengalami *financial constraints* sehingga semakin mudahnya sumber-sumber pendanaan didapatkan, maka struktur kepemilikan (kepemilikan institusional) tidak lagi berpengaruh terhadap tingkat *financial constraints* perusahaan.

Hipotesis ini juga sejalan dengan pernyataan bahwa besar kecilnya kepemilikan institusional, jika pengawasan yang dilakukan oleh institusi terhadap manajemen tidak efektif, maka kemungkinan perusahaan mengalami *financial constraints* tidak dapat dihindari akibat tingginya konflik keagenan dan asimetri informasi (Yegon et al., 2014).

Hubungan Kepemilikan Asing terhadap *Financial Constraints*

Berdasarkan hasil tabel 4.10, memperlihatkan bahwa nilai probabilitas kepemilikan asing sebesar 0.152 dimana nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05. Sehingga, keputusan yang diambil dalam penelitian ini adalah hipotesis 3 ditolak. Artinya, kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap *financial constraints*. Hal tersebut serupa dengan hasil robustness test melalui pengukuran indeks SA yang diperlihatkan pada tabel 4.11 dimana nilai probabilitas sebesar 0.077 yang artinya kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap *financial constraints*. Hal tersebut memperlihatkan bahwa besar atau kecilnya persentase kepemilikan asing tidak mampu mencegah terjadinya *financial constraints* di suatu perusahaan.

Hal tersebut didukung berdasarkan data penelitian dalam hasil analisis statistik deskriptif, diketahui bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks Kompas 100 memiliki hasil indeks *financial constraints* yang rendah (bernilai negatif). Hal ini, mengartikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut tidak lagi mengalami *financial constraints* sehingga semakin mudahnya sumber-sumber pendanaan didapatkan, maka struktur kepemilikan (kepemilikan asing) tidak lagi berpengaruh terhadap tingkat *financial constraints* perusahaan.

Walaupun teori agensi yang menyatakan bahwa kepemilikan asing yang tinggi mampu mengendalikan kebijakan manajemen perusahaan secara efektif seperti lebih berhati-hati dalam berutang untuk mengurangi biaya agensi serta dapat mengurangi asimetri informasi, namun nyatanya dalam temuan ini baik melalui perhitungan KZ maupun SA memiliki hasil yang sama yaitu kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap *financial constraints*.

Hubungan Kepemilikan *Blockholder* terhadap *Financial Constraints*

Berdasarkan hasil tabel 4.10, memperlihatkan bahwa nilai probabilitas kepemilikan *blockholder* sebesar 0.002 dimana nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0.05 dengan nilai t-statistik sebesar -3.06 yang mengartikan bahwa kepemilikan *blockholder* secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *financial constraints*. Sehingga, keputusan yang diambil dalam penelitian ini adalah hipotesis 4 diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan penelitian Farooq et al., (2022) yang menyatakan bahwa kepemilikan *blockholder* berpengaruh secara negatif terhadap *financial constraints*. *Blockholder* memiliki pengawasan dan pemantauan manajemen yang lebih efektif serta mengurangi kemungkinan *overinvestment*. Hal tersebut mampu mengurangi masalah agensi dan meningkatkan komunikasi pada pasar pendanaan yang mana dapat meningkatkan ketersediaan dana ketika dibutuhkan dengan cara menghilangkan asimetri informasi. Goergen & Renneboog, (2001) menyatakan bahwa *blockholder* (*blockholder*) mampu mempengaruhi keputusan investasi dan keuangan perusahaan. Kepemilikan *blockholder* lebih efektif dalam mengelola pemantauan, meminimalkan penyalahgunaan dana, serta secara positif mempengaruhi komunikasi kreditur.

Hasil penelitian uji hipotesis menggunakan pengukuran indeks KZ berbeda dengan hasil *robustness test* menggunakan pengukuran indeks SA. Hasil perhitungan *robustness test* melalui pengukuran indeks SA yang diperlihatkan pada tabel 4.11 dimana nilai probabilitas sebesar 0.304 yang artinya kepemilikan *blockholder* tidak berpengaruh terhadap *financial constraints*. Sehingga diartikan bahwa kepemilikan *blockholder* tidak ikut andil dalam faktor-faktor yang menimbulkan potensi *financial constraints* suatu perusahaan.

Hubungan Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap *Financial Constraints*

Berdasarkan hasil tabel 4.10, memperlihatkan bahwa nilai probabilitas kepemilikan terkonsentrasi sebesar 0.306 dimana nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05. Sehingga, keputusan yang diambil dalam penelitian ini adalah hipotesis 5 ditolak. Artinya, kepemilikan terkonsentrasi tidak berpengaruh terhadap *financial constraints*. Hal ini dapat disebabkan akibat pemegang saham terkonsentrasi yang pasif dalam manajemen tidak memiliki cukup intensif untuk mencegah terjadinya *financial constraints* di suatu perusahaan (Chen et al., 2008).

Hasil penelitian uji hipotesis menggunakan pengukuran indeks KZ berbeda dengan hasil *robustness test* menggunakan pengukuran indeks SA. Hasil perhitungan melalui pengukuran indeks SA yang diperlihatkan pada tabel 4.11 dimana nilai probabilitas sebesar 0.029 dengan nilai t-statistik sebesar -2.180 yang artinya kepemilikan terkonsentrasi secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *financial constraints*. Hasil penelitian ini serupa dengan penelitian Farooq et al., (2022) yang menyatakan bahwa kepemilikan terkonsentrasi memiliki hubungan negatif yang signifikan terhadap *financial constraints*. Penelitian tersebut menjelaskan bahwa kepemilikan terkonsentrasi mampu mengurangi konflik keagenan dan mengurangi pemantauan manajemen. Akibatnya, manajer tidak menyalahgunakan sumber daya ekonomi yang berharga untuk proyek bernilai rendah sambil memastikan dana yang diperlukan untuk peluang investasi yang dibutuhkan tersedia. Selain itu, karena kepemilikannya yang terkonsentrasi, mereka memiliki akses yang mudah ke keuangan eksternal serta mengurangi kendala keuangannya (Chen et al., 2008).

KESIMPULAN

Hasil pengolahan dan pengujian data menunjukkan bahwa hasil regresi *financial constraints* dengan proksi indeks KZ, kepemilikan *blockholder* ditemukan secara signifikan berhubungan negatif terhadap *financial constraints*; kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan kepemilikan terkonsentrasi tidak signifikan terhadap *financial constraints*. Sedangkan hasil regresi *financial constraints* dalam *robustness test* dengan proksi indeks SA, kepemilikan terkonsentrasi ditemukan secara signifikan berhubungan negatif terhadap *financial constraints*; kepemilikan manajerial, kepemilikan asing, kepemilikan institusional, dan kepemilikan *blockholder* tidak signifikan terhadap *financial constraints*.

Keterbatasan penelitian ini adalah peneliti hanya menggunakan dua dari empat macam pengukuran *financial constraints* yaitu indeks KZ dan indeks SA sehingga kesimpulan hasil



penelitian yang dapat diambil tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap *financial constraints* belum maksimal.

Berdasarkan berbagai keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini, peneliti menyarankan kepada peneliti selanjutnya untuk menggunakan metode pengukuran *financial constraints* yang lain sebagai pembanding dengan penelitian ini. Selain itu, peneliti merekomendasikan adanya penambahan variabel kepemilikan seperti kepemilikan keluarga serta penambahan variabel tata kelola dan variabel kontrol.

REFERENSI

- Arum dini S, A. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Agency Problem pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Energies*, 6(1), 1–8. <http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/1120700020921110%0Ahttps://doi.org/10.1016/j.reuma.2018.06.001%0Ahttps://doi.org/10.1016/j.arth.2018.03.044%0Ah>
- Blalock, G., Gertler, P. J., & Levine, D. I. (2008). Financial constraints on investment in an emerging market crisis. *Journal of Monetary Economics*, 55(3), 568–591. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2008.01.005>
- Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. (2011). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 432–453. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.014>
- Brigita, M. ., & Widjaja, I. (2020). *Evaluasi Pengaruh Financial Constraints terhadap Hubungan antara Working Capital Financing dengan Firm Performance. Vol. 5 No. 4 (2021): Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 1–23. <https://doi.org/https://doi.org/10.24912/jmbk.v5i4.12802>
- Carreira, C., & Silva, F. (2010). No deep pockets: Some stylized empirical results on firms' financial constraints. *Journal of Economic Surveys*, 24(4), 731–753. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2009.00619.x>
- Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499–536. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00288.x>
- Chu, E. Y., Lai, T. S., & Song, S. I. (2016). Corporate governance and financial constraints in family controlled firms: Evidence from Malaysia. *International Journal of Business and Society*, 17(3), 429–446. <https://doi.org/10.33736/ijbs.534.2016>
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Forbes, K. J. (2008). Financial constraints and growth: Multinational and local firm responses to currency depreciations. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2857–2888. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm017>
- Farooq, M., Humayon, A. A., Khan, M. I., & Ali, S. (2022). Ownership structure and financial constraints – Evidence from an emerging market. *Managerial Finance*, 48(7), 1007–1028. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2021-0620>
- Galindo, A. J., & Schiantarelli, F. (2012). Credit Constraints in Latin America: An Overview of the Micro Evidence. *SSRN Electronic Journal*, September. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1814731>
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2001). Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 257–284. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00022-0](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00022-0)
- Goergen, M., & Renneboog, L. D. R. (2005). Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK. *SSRN Electronic Journal*, February. <https://doi.org/10.2139/ssrn.137068>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic Econometrics. In *Introductory Econometrics: A Practical Approach*.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009>
- Hidayat, R. (2010). Keputusan Investasi Dan Financial Constraints: Studi Empiris Pada Bursa Efek Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 12(4), 457–479. <https://doi.org/10.21098/bemp.v12i4.249>
- Hutchinson, J., & Xavier, A. (2006). Comparing the impact of credit constraints on the growth of SMEs in a transition country with an established market economy. *Small Business Economics*, 27(2–3), 169–179. <https://doi.org/10.1007/s11187-005-4412-3>
- Imanta, D., & Satwiko, R. (2011). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kepemilikan Managerial. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(1), 67–80.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *International Journal of Applied Business and International Management*, 3(1), 47–55.
- Jiang, L., & Kim, J. B. (2004). Foreign equity ownership and information asymmetry: Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15(3), 185–211.

- <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2004.00107.x>
- Kumar, S., & Ranjani, K. S. (2018). Financial constraints and investment decisions of listed Indian manufacturing firms. *Financial Innovation*, 4(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0090-4>
- Lazuardi, B. (2020). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang dengan Financial Constraints sebagai Variabel Moderasi. *Kaos GL Dergisi*, 8(75), 147–154.
- Li, J. (1994). Ownership structure and board composition: A multi-country test of agency theory predictions. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 359–368. <https://doi.org/10.1002/mde.4090150409>
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.012>
- Liu, G., & Sun, J. (2010). Director tenure and independent audit committee effectiveness. *International Research Journal of Finance and Economics*, 51, 176–189.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies. *Journal of Finance*, 64(4), 1697–1727. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01477.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have That Investor Do Not Have. *NBER Working Paper Series*, 1–57. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X84900230>
- Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 246–269. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.03.001>
- Umar, N. H. (2016). Pengaruh Blockholder Ownership, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis Dan Non Debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Skripsi, Program Studi Manajemen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta*.
- Vijayakumaran, R. (2021). Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints: Evidence from Chinese listed companies. *Research in International Business and Finance*, 55(May 2019), 101321. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101321>
- Xu, J., Liu, Y., & Abdoh, H. (2022). Foreign ownership and productivity. *International Review of Economics and Finance*, 80(March), 624–642. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.079>
- Yegon, C., Sang, J., & Kirui, J. (2014). The Impact of Corporate Governance on Agency Cost: Empirical Analysis of Quoted Services Firms in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(12), 145–154.
- Zou, H., & Xiao, J. Z. (2006). The financing behaviour of listed Chinese firms. *British Accounting Review*, 38(3), 239–258. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2006.04.008>