

Struktur Kepemilikan Dan Kinerja Keuangan Pada Perusahaan Barang Konsumsi Di Indonesia

Rudy Syafariansyah Dachlan^[1], Sri Wahyuti^[2], Nur Fadilah Aini³

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Widya Gama Mahakam Samarinda^{[1] [2] [3]}

Jl. Wahid Hasyim 2 No.28, Sempaja Sel., Kec. Samarinda Utara, Kota Samarinda, Kalimantan Timur

Email : rudi@uwgm.ac.id^[1], sriwahyuti@uwgm.ac.id^[2], fnur6388@gmail.com^[3]

ABSTRAKSI

Struktur kepemilikan merupakan faktor penting dalam menentukan kinerja keuangan perusahaan, terutama di industri barang konsumsi cepat saji Indonesia yang kompetitif antara perusahaan keluarga dan perusahaan multinasional. Penelitian ini meneliti pengaruh kepemilikan terhadap profitabilitas, struktur modal, dan nilai perusahaan dengan membandingkan PT Mayora Indah Tbk dan PT Unilever Indonesia Tbk selama periode 2020–2024. Desain penelitian yang digunakan bersifat komparatif kuantitatif dengan data sekunder dari Bursa Efek Indonesia, berupa laporan keuangan yang telah diaudit dan laporan tahunan perusahaan. Analisis dilakukan terhadap *ROE*, *DER*, dan *PBV* menggunakan uji normalitas serta uji *t* independen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Unilever memiliki profitabilitas dan valuasi pasar yang lebih tinggi, sedangkan Mayora memiliki tingkat *leverage* yang lebih rendah dan stabil. Temuan ini memperluas teori *trade-off* dengan menunjukkan bahwa perusahaan keluarga cenderung menerapkan *under-leverage* untuk menjaga stabilitas, sementara perusahaan multinasional lebih agresif dalam pembiayaan utang demi mendorong pertumbuhan. Pendekatan *longitudinal* mengungkap bahwa pola ini tetap konsisten setelah pandemi, memberikan implikasi penting bagi investor, manajer, dan pembuat kebijakan. Penelitian ini juga merekomendasikan penguatan peran investor institusional sebagai mekanisme pengawasan manajerial. Penelitian ini memiliki keterbatasan karena periode observasi yang relatif singkat dan cakupan industri yang sempit. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas data dan sektor yang diteliti agar hasilnya lebih representatif.

Kata kunci: Kinerja Keuangan, Profitabilitas, Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, Sektor Barang Konsumsi.

ABSTRACT

*Financial performance is greatly influenced by ownership structure. In Indonesia's consumer goods industry, this sector is primarily dominated by family-owned businesses and multinational companies. This paper seeks to explain differences in ownership regarding profitability, capital structure, and firm value by analysing PT Mayora Indah Tbk vs PT Unilever Indonesia Tbk for the years 2020–2024. Through a quantitative comparative approach, secondary data including data and reports from the Indonesia Stock Exchange, audited financial statements, and annual reports were utilised. Three metrics, Return on Equity (ROE), Debt to Equity Ratio (DER), and Price to Book Value (PBV), were evaluated for normality and *t*-tests. Unilever shows consistent performance in profitability and market valuation. Instead, Mayora exhibits lower market valuation, profitability, and stable leverage. This observation validates the trade-off theory, which claims family businesses remain under-leveraged to maintain stability, counteracting the debt-aggressive behaviour multinational companies exhibit. The multinational companies certainly pursue aggressive growth. The longitudinal approach reveals that investors, managers, and policymakers' frameworks for assumption in the post-pandemic period. This study suggests the institutional investors' provision for reinforced governance in terms of managerial decision-making that frameworks policymakers and managers' assumption. The study is limited by a narrow industry and short observation span, leading to a suggestion for future studies on broader coverage of datasets and sectors for the purpose of generalisation.*

Keyword: Capital Structure; Consumer Goods Sector; Financial Performance; Ownership Structure; Profitability

1. PENDAHULUAN

Dalam kajian keuangan korporasi, isu kinerja perusahaan mungkin paling sentral dan kontroversial, tidak hanya karena merangkum efisiensi manajerial dan konsistensi strategi, tetapi juga karena kinerja perusahaan menandakan posisi perusahaan dalam persaingan dan kelangsungan perusahaan pada pasar yang selalu berubah (Thien et al., 2024). Tiga indikator kinerja yang paling diterima adalah profitabilitas, struktur modal, dan nilai perusahaan, yang masing-masing memberikan sudut pandang berbeda terkait

alokasi sumber daya dan penciptaan kesejahteraan bagi pemegang saham (Al Azizah & Haron, 2025). Profitabilitas, yang paling umum diukur dengan *Return on Equity (ROE)*, mencerminkan efisiensi perusahaan dalam mengelola sumber daya dan menghasilkan pendapatan (Mamica et al., 2022). Struktur modal yang biasa dipakai sebagai proksi adalah *Debt-to-Equity Ratio (DER)*, mencerminkan pengambilan keputusan pendanaan dan dampak risiko serta pertumbuhan yang dipilih perusahaan (Tsolas, 2021). Sedangkan nilai perusahaan yang diproksi dengan *Price-to-Book Value (PBV)* menggambarkan

kepercayaan yang dimiliki pasar terkait kelangsungan dan potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan (Amalia & Supriyanto, 2024). Semua indikator tersebut memiliki pijakan yang kuat dari teori-teori klasik keuangan. Teori *trade-off* struktur modal (Kraus & Litzenberger, 1973) menyatakan batasan pengambilan utang untuk keseimbangan risiko kebangkrutan dan keuntungan pajak utang, sedangkan Myers (2001) menjelaskan konstruksi keputusan pembiayaan yang dinamis sebagai pendorong daya saing perusahaan.

Walaupun teori-teori tersebut memberikan penjelasan yang solid dalam konteks ekonomi yang lebih maju, kerangka tersebut lebih banyak dibangun dalam konteks dengan kepemilikan yang lebih tersebar serta dengan institusi dan tatakola yang lebih mapan. Dalam menjelaskan pasar yang sedang berkembang, terutama yang memiliki struktur kepemilikan yang lebih terkonsentrasi, daya jelaskannya menjadi lebih kabur (Kim et al., 2023). Hal ini mengarah ke permasalahan lebih mendasar: apakah teori struktur modal klasik dalam konteks yang lebih memajukan ekonomi akan tetap relevan untuk menjelaskan kinerja keuangan pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, dibandingkan dengan perusahaan yang dalam hal ini dikendalikan sebagai korporasi multilene di pasaran yang sedang berkembang seperti yang ada di Indonesia?

Sifat kepemilikan berimplikasi besar bagi pola perilaku dan kinerja suatu perusahaan, khususnya kinerja keuangan, dengan melihat perbedaan antara perusahaan keluarga dan non-keluarga (Koji et al., 2020). Untuk perusahaan keluarga, pembiayaan pasti strategi lebih konservatif dengan fokus pada pengawetan generasi kekayaan, menjaga kesinambungan, dan penghindaran risiko (Gavana et al., 2024a). Meskipun pendekatan ini patut diakui dapat meminimalkan risiko kebangkrutan, kebijakan semacam ini menghambat perusahaan berusaha secara agresif, berinovasi, dan berexpansi (Purwani et al., 2024). Sementara itu, perusahaan multinasional berkorporasi pada manajemen profesional dengan agresif berusaha menerapkan strategi pertumbuhan berbasis penguasaan dana global, ekonomi skala, dan modal global, sehingga berimplikasi pada profit modal dan valuasi pasar (Fariñas et al., 2025). Perbedaan ini tidak hanya berbicara sisi kepemilikan secara struktural, tetapi juga secara kultural, di unggulkan pada pola penguasaan tradisi, konteks hukum, dan ekspektasi yang mengalir dari publik (Pacheco, 2022).

Di antara semua kerangka yang ada, teori *trade-off* masih yang paling mempengaruhi dalam menjelaskan keputusan struktur modal. Teori ini mengedepankan adanya suatu titik optimal *leverage* yang di mana keuntungan pajak dapat dimaksimalkan tanpa menambah risiko kebangkrutan yang berlebihan (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 2001). Namun, potensi kelemahannya sangat terlihat di pasar yang sedang berkembang: untuk alasan stabilitas, dan di luar titik optimal teoritis, perusahaan keluarga secara sistematis melakukan *under-leverage* (Jarchow et al., 2023).

Sementara itu, perusahaan multinasional berlebihan dalam menumpuk utang untuk pertumbuhan yang berisiko. Kesenjangan ini semakin menegaskan pentingnya perluasan penerapan teori yang sesuai dengan konteks di mana konsentrasi kepemilikan dan institusional realitas di luar sangat mempengaruhi perilaku pembiayaan.

Untuk menguji hal ini, kita dapat mengamati sektor barang konsumsi Indonesia. Perusahaan seperti Unilever Indonesia menikmati manfaat dari merek internasional yang kuat, rantai pasok global yang canggih, dan integrasi global (Swoboda & Sinning, 2021), sementara Mayora Indah Tbk, sebagai bisnis keluarga, beroperasi dengan strategi pertumbuhan yang lebih bertahap dan berfokus pada pasar lokal (Ghinoi et al., 2024; Lurkov et al., 2023). Model-model yang kontras ini—skala bisnis internasional versus keterikatan lokal dan ketahanan operasional—menjadikan sektor ini semacam laboratorium untuk memahami apakah teori klasik masih berlaku, atau apakah interpretasi baru diperlukan berdasarkan kondisi kepemilikan spesifik (Ljungkvist et al., 2023).

Analisis kepada perusahaan keluarga PT Mayora Indah Tbk dan PT Unilever Indonesia Tbk (perusahaan multinasional) selama periode 2020-2024 difokuskan pada analisis komparatif *ROE*, *DER*, dan *PBV* sebagai tiga ukuran utama kinerja. Penelitian ini mencoba mengisi kesenjangan teori dan empiris dengan mempertanyakan apakah, dan dalam hal apa, struktur kepemilikan mempengaruhi kinerja keuangan yang berlawanan dengan ekspektasi teori struktur modal klasik. Secara khusus, Penelitian ini menghipotesiskan bahwa PT Unilever Indonesia Tbk akan, dengan ukuran, diversifikasi, dan transparansi tata kelola, secara konsisten lebih unggul mengungguli PT Mayora Indah Tbk dari sisi profitabilitas dan valuasi, sedangkan PT Mayora Indah Tbk diperkirakan akan terus mempertahankan strategi konservatif lebih tinggi dalam arus kas dan pemeliharaan membawa selisih besar dalam jangka panjang.

Melalui isu tersebut, penelitian ini memberikan kontribusi dalam tiga hal. Pertama, secara teoritis, penelitian ini mengembangkan model *trade-off* dengan memasukkan perilaku kepemilikan dalam konteks pasar berkembang. Kedua, dalam konteks empiris, penelitian ini menyajikan sebuah perspektif *longitudinal* yang menangkap pola berulang yang teramati dalam siklus ekonomi pasca-pandemi, melebihi potret statis yang umumnya disajikan oleh penelitian sebelumnya (Mundt et al., 2022). Ketiga, secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam mengukur risiko tata kelola, memberikan panduan kepada manajer dalam menyesuaikan strategi pembiayaan dengan filosofi kepemilikan, serta memberikan masukan kepada pengambil kebijakan dalam menyiapkan regulasi yang seimbang antara ketahanan perusahaan keluarga dengan komposisi perusahaan multinasional

2. METODE PENELITIAN

Lebih lanjut, untuk membandingkan dan menguji seberapa besar pengaruh struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan melalui pendekatan analisis komparatif, analisis kuantitatif dilakukan untuk menguji perusahaan keluarga dengan kinerja keluarga yang di keluarga kan PT Mayora Indah Tbk dan untuk perusahaan multinasional menguji kinerja PT Unilever Indonesia Tbk. Penggunaan metode kuantitatif dapat dilakukan dengan pengukuran indikator finansial secara sistematis, perbedaan analisis statistik, dan objektif penjelasan analisis hasil (Bougie & Sekaran, 2020). Desain penelitian ini menggunakan comparative case study, yang secara luas di sarankan untuk mengkaji perusahaan dalam industri yang sama tetapi perbedaan dalam pengelolaan model dan karakteristik kepemilikan (Yin, 2018). Hal ini bertujuan untuk menguatkan validitas internal dengan pengendalian parameter lainnya yaitu struktur kepemilikan yang di isolasi dan di analisis sebagai variabel pemicu (Symeonidou et al., 2022).

Alasan teoritis pemilihan indikator berasal dari *perspektif* keuangan klasik dan modern. Teori *trade-off* (Kraus & Litzenberger, 1973), berpendapat bahwa *leverage* adalah pajak utang dan risiko kesulitan keuangan, sehingga *Debt-to-Equity Ratio (DER)* adalah ukuran paling penting dalam keputusan pembiayaan yang strategis. Myers (2001) juga berpendapat bahwa keputusan struktur modal yang diambil oleh perusahaan berimplikasi pada daya saing dan nilai perusahaan, yang menjadikan *Price-to-Book Value (PBV)* sebagai indikator yang relevan. Adapun *Return on Equity (ROE)* merupakan ukuran yang paling sering dipakai dalam berbagai literatur, karena menunjukkan pengembalian yang diperoleh perusahaan bagi pemegang saham (Mamica et al., 2022). Dengan demikian, ketiga indikator tersebut (*ROE, DER, PBV*) memberikan lensa komprehensif untuk mengevaluasi profitabilitas, struktur modal, dan valuasi—dimensi yang secara konsisten ditekankan dalam studi empiris sebelumnya (Irmayanti et al., 2025).

Sumber data penelitian diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (IDX), laporan keuangan yang diaudit, dan laporan tahunan perusahaan selama periode 2020–2024. Periode tersebut dipilih karena merupakan tahapan pemulihan setelah pandemi serta penyesuaian struktural yang dihadapi sektor barang konsumsi Indonesia yang sangat kompetitif, di mana perusahaan multinasional dan perusahaan keluarga beroperasi.

Penelitian dilakukan secara berurutan. Pertama, laporan keuangan triwulanan dari kedua perusahaan dikumpulkan dan dinormalisasi agar bisa diperbandingkan. Selanjutnya, perhitungan *ROE, DER, dan PBV* dilakukan setiap kuartal untuk membangun dataset *longitudinal*. Ini memungkinkan analisis tren kinerja perusahaan selama lima tahun, alih-alih hanya menyajikan potret lintas waktu yang statis (Evianti et al., 2025). Selanjutnya, untuk menguji asumsi parametrik yang ada, analisis normalitas dilakukan Kolmogorov-Smirnov dan Shapiro-Wilk, sesuai yang direkomendasikan dalam analisis kinerja keuangan (Ebner & Henze, 2023). Setelah asumsi normalitas dan homogenitas varian terpenuhi, uji t independen dilanjutkan untuk membandingkan rata-rata *ROE, DER, dan PBV* antara PT Mayora dan PT Unilever. Pendekatan statistik ini umum digunakan dalam analisis keuangan komparatif untuk mengungkapkan perbedaan struktural yang signifikan antar perusahaan (Auer, 2022).

Tiga dimensi utama digunakan untuk melakukan evaluasi penelitian ini. Pertama, *ROE* sebagai salah satu indikator efisiensi profitabilitas mengukur kemampuan masing-masing perusahaan dalam menghasilkan laba dari ekuitas perusahaan. Kedua, *DER* sebagai alat refleksi terhadap strategi pembiayaan dan selera risiko, di mana perusahaan keluarga lebih konservatif dalam penggunaan utang dan berbeda dengan perusahaan multinasional yang lebih agresif. Ketiga, *PBV* merupakan ukuran kepercayaan dan valuasi pasar yang menunjukkan seberapa jauh struktur kepemilikan menjadi pembeda dalam mengeksploitasi persepsi eksternal terhadap nilai perusahaan (Zahid et al., 2023). Seberapa tepat evaluasi ini dilakukan uji statistik dengan menggunakan signifikansi level $p < 0,05$. Teori struktur modal klasik, analisis rasio dan pengujian statistik inferensial memberikan sinergi metodologis yang menguatkan dan mereplikasi prinsip evaluasi struktur kepemilikan terhadap profitabilitas, *leverage*, dan valuasi di sektor konsumsi Indonesia.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1 Hasil

1. *ROE, DER, and PBV*

Tabel 1. *ROE* PT Mayora Indah Tbk dan PT Unilever Indonesia Tbk Untuk triwulan I-IV tahun 2020-2024

Periode Triwulanan	ROE		
	MI	UI	
2020	I	8,59%	25,80%
	II	8,85%	41,10%
	III	14,40%	83,85%
	IV	18,28%	145,09%
2021	I	6,79%	25,88%
	II	7,61%	75,89%
	III	8,84%	82,21%
	IV	10,45%	133,25%
2022	I	2,62%	31,67%
	II	5,45%	75,12%
	III	9,09%	80,47%
	IV	15,13%	134,21%
2023	I	5,35%	26,30%
	II	9,17%	70,10%
	III	14,38%	77,84%
	IV	20,90%	141,99%
2024	I	6,77%	87,59%
	II	10,87%	86,38%
	III	12,53%	87,59%
	IV	17,54%	156,74%

Sumber: Data diolah, 2025.

PT Unilever Indonesia Tbk secara konsisten melampaui kinerja PT Mayora Indah Tbk dalam hal ROE sepanjang periode 2020–2024, dengan kisaran 25,80% hingga 156,74%, dibandingkan dengan Mayora yang hanya berada pada rentang 2,62%–20,90%. Persentase tersebut mencerminkan efisiensi yang lebih unggul, kekuatan merek, serta keunggulan skala yang dimiliki Unilever, sementara ROE Mayora yang relatif lebih rendah menggambarkan adanya keterbatasan struktural serta tantangan pasar domestik yang dihadapi.

Tabel 2. DER PT Mayora Indah Tbk dan PT Unilever Indonesia Tbk untuk triwulan I-IV tahun 2020-2024

Periode Triwulanan	DER		
	MI	UI	
2020	I	79,54%	198,42%
	II	70,65%	142,42%
	III	75,74%	225,00%
	IV	75,47%	315,90%
2021	I	73,73%	226,81%
	II	65,03%	405,11%
	III	81,89%	283,22%
	IV	75,33%	341,27%
2022	I	89,14%	219,48%
	II	84,37%	384,98%
	III	88,43%	253,21%
	IV	73,56%	358,27%
2023	I	70,31%	266,08%
	II	78,04%	406,90%
	III	66,18%	251,69%
	IV	56,20%	392,84%
2024	I	57,87%	381,47%
	II	73,66%	590,62%
	III	88,56%	381,47%

IV 73,83% 646,59%
Sumber: Data diolah, 2025.

PT Unilever Indonesia Tbk juga mencatat tingkat DER yang jauh lebih tinggi sekaligus lebih fluktuatif (142,42%–646,59%) dibandingkan dengan PT Mayora Indah Tbk (56,20%–89,14%) selama periode yang sama. Perbedaan ini menunjukkan strategi pembiayaan berbasis utang yang agresif pada Unilever, sedangkan leverage konservatif Mayora lebih merefleksikan fokus pada stabilitas keuangan serta preferensi risiko yang lebih rendah.

Tabel 3. PBV PT Mayora Indah Tbk dan PT Unilever Indonesia Tbk untuk triwulan I-IV tahun 2020-2024

Periode Triwulanan	PBV		
	MI	UI	
2020	I	3,82	38,31
	II	4,77	34,22
	III	4,92	47,64
	IV	5,38	56,79
2021	I	4,83	38,23
	II	4,22	47,05
	III	4,77	28,29
	IV	4,02	36,28
2022	I	3,37	21,87
	II	3,9	39,85
	III	3,43	32,15
	IV	4,36	44,86
2023	I	4,4	31,06
	II	4,39	41,29
	III	4,05	26,52
	IV	3,64	39,83
2024	I	3,46	29,98
	II	3,32	40,34
	III	3,95	24,54
	IV	3,63	33,46

Sumber: Data diolah, 2025.

Unilever juga secara konsisten mempertahankan rasio PBV yang lebih tinggi (21,87–56,79) dibandingkan Mayora (3,32–5,38), yang menandakan adanya tingkat kepercayaan investor yang lebih kuat sekaligus valuasi premium dari pasar. Sebaliknya, PBV Mayora yang lebih rendah mengindikasikan persepsi pasar yang lebih sederhana serta keterbatasan daya saing internasional yang dimilikinya

2. Tests of Normality

Tabel 4. Tests of Normality

	Tests of Normality					
	Kolmogorov-			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ROE PT MAYORA	.174	20	.116	.958	20	.497
ROE PT UNILEVER	.210	20	.021	.907	20	.055
DER PT MAYORA	.143	20	.200*	.953	20	.421
DER PT UNILEVER	.179	20	.093	.912	20	.069
PBV PT MAYORA	.111	20	.200*	.953	20	.422

PBV PT UNILEVER .094 20 .200* .982 20 .958

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber: Data diolah, 2025.

Uji Kolmogorov-Smirnov dan Shapiro-Wilk menunjukkan bahwa sebagian besar variabel terdistribusi normal ($p > 0,05$), sehingga penggunaan uji parametrik dapat dibenarkan. Meskipun *ROE* Unilever berada pada batas marjinal menurut Kolmogorov-Smirnov ($p = 0,021$), hasil Shapiro-Wilk ($p = 0,055$) tetap mengkonfirmasi normalitas, sehingga memastikan bahwa hasil uji t dapat diandalkan.

3. T-test

Tabel 5. Independent Samples T-test for *ROE*

		Independent Samples Test		
		t-test for Equality of Means		
		t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
<i>ROE</i>	Equal variances assumed	-7.826	.000	-7.277.300
	Equal variances not assumed	-7.826	.000	-7.277.300

Sumber: Data diolah, 2025.

Uji t untuk *ROE* ($t = -7,826$, $p < 0,01$) mengonfirmasi adanya perbedaan yang signifikan antara PT Mayora Indah Tbk dan PT Unilever Indonesia Tbk, dengan rata-rata *ROE* Unilever lebih tinggi sebesar 72,77 poin. Hasil ini mencerminkan efisiensi yang lebih unggul serta jangkauan pasar yang luas dari Unilever, sementara Mayora menghadapi keterbatasan struktural yang lazim dijumpai pada perusahaan keluarga.

Tabel 6. Independent Samples T-test for *DER*

		Independent Samples Test		
		t-test for Equality of Means		
		t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
<i>DER</i>	Equal variance	-9.221	.000	-25.871.100

s assumed

Equal variance s not assumed	-9.221	.000	-25.871.100
------------------------------	--------	------	-------------

Sumber: Data diolah, 2025.

Uji t untuk *DER* ($t = -9,221$, $p < 0,01$) menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan, di mana rata-rata *leverage* Unilever lebih tinggi sebesar 258,71 poin dibandingkan dengan Mayora. Angka ini mencerminkan pendekatan pembiayaan berbasis utang yang agresif pada Unilever, sementara Mayora justru mempertahankan struktur yang lebih konservatif dengan kecenderungan menghindari risiko.

Tabel 7. Independent Samples T-test for *PBV*

		Independent Samples Test		
		t-test for Equality of Means		
		t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
<i>PBV</i>	Equal variances assumed	-16.816	.000	-3.249.650
	Equal variances not assumed	-16.816	.000	-3.249.650

Sumber: Data diolah, 2025.

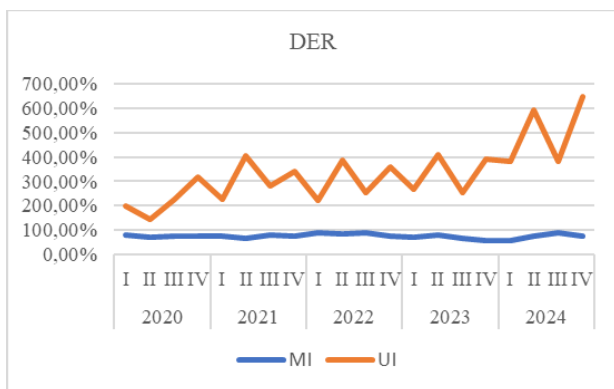
Uji t untuk *PBV* ($t = -16,816$, $p < 0,01$) mengungkap adanya kesenjangan valuasi yang cukup besar, dengan rata-rata *PBV* Unilever lebih tinggi sebesar 32,50 poin dibandingkan Mayora. Temuan ini mencerminkan tingkat kepercayaan investor yang lebih kuat terhadap Unilever, sedangkan Mayora memperoleh valuasi pasar yang lebih sederhana dan terbatas.

3.2 Pembahasan

Sektor barang konsumsi menawarkan konteks yang khas untuk mengevaluasi struktur kepemilikan, karena kekuatan merek, jaringan distribusi, serta eksposur terhadap persaingan global sangat memengaruhi profitabilitas, *leverage*, dan valuasi. Perbedaan ini menjadi semakin jelas ketika membandingkan perusahaan keluarga seperti Mayora dengan perusahaan multinasional seperti Unilever, terutama dalam memahami bagaimana logika tata kelola dan filosofi kepemilikan membentuk kinerja keuangan. Penelitian ini menyoroti adanya kesenjangan kinerja yang konsisten antara PT Unilever Indonesia Tbk sebagai perusahaan multinasional nonkeluarga dan PT Mayora

Indah Tbk sebagai perusahaan keluarga, baik dalam profitabilitas, struktur modal, maupun nilai perusahaan sepanjang periode 2020–2024. Hasil tersebut menegaskan bahwa struktur kepemilikan berfungsi tidak hanya sebagai mekanisme tata kelola, tetapi juga sebagai penentu dalam pengambilan risiko dan orientasi strategi (Koji et al., 2020; Mashale et al., 2024). *ROE* Unilever, yang secara konsisten melampaui Mayora dengan selisih yang cukup besar, menunjukkan bagaimana korporasi multinasional memanfaatkan ekonomi skala, ekuitas merek, serta profesionalisasi manajemen untuk meningkatkan efisiensi (Chirico et al., 2025; Fariñas et al., 2025). Sebaliknya, *ROE* Mayora yang lebih rendah mencerminkan sikap konservatif khas perusahaan keluarga, yang lebih mengutamakan kesinambungan jangka panjang dibandingkan ekspansi agresif (Jarchow et al., 2023; Purwani et al., 2024).

Perbedaan dalam struktur modal semakin menekankan strategi berbeda yang berbasis kepemilikan. Unilever mempertahankan posisi *leverage* yang sangat fluktuatif sekaligus agresif (*DER* 142–646%), sementara Mayora tetap berada pada kisaran konservatif (56–89%). Divergensi ini menunjukkan filosofi pembiayaan yang berlawanan: perusahaan multinasional memanfaatkan utang sebagai instrumen pertumbuhan, sedangkan perusahaan keluarga cenderung meminimalkan risiko kebangkrutan dengan menghindari *leverage* yang berlebihan (Gavana et al., 2024b; Mbanye, 2020). Hasil ini sejalan dengan teori *trade-off* (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 2001), meskipun dengan nuansa kontekstual—teori memprediksi adanya titik optimal *leverage* melalui keseimbangan manfaat pajak dan risiko finansial, namun perusahaan keluarga tampak secara sistematis melakukan *under-leverage* demi stabilitas. Gambar 1, yang menelusuri tren *DER*, memperlihatkan volatilitas strategi utang Unilever dibandingkan stabilitas Mayora, sehingga memperkuat pemahaman mengenai bagaimana kepemilikan memoderasi keputusan struktur modal.



Sumber: Data diolah, 2025.

Gambar 1. Rasio *DER* Mayora dan Unilever (2020–2024)

Nilai perusahaan, yang diukur melalui *PBV*, semakin mempertegas perbedaan persepsi investor. Unilever secara konsisten diperdagangkan pada tingkat premium (*PBV* 21,8–56,8) dibandingkan Mayora (3,3–5,4), yang mencerminkan preferensi pasar terhadap transparansi tata kelola, kredibilitas merek, dan jangkauan global (Tang et al., 2024; Zahid et al., 2023).

Tabel 8. Hasil Uji t dan Rata-Rata *ROE*, *DER*, serta *PBV* Mayora dan Unilever

Indikator	Rata-rata Mayora	Rata-rata Unilever	Selisih Rata-rata	Nilai t	p-value
<i>ROE</i>	10,68%	83,45%	-72,77%	-7,826	< 0,01
<i>DER</i>	74,88%	333,59%	-258,71%	-9,221	< 0,01
<i>PBV</i>	4,13	36,63	- 32,50	-16,816	< 0,01

Sumber: Data diolah, 2025.

Tabel 6, yang merangkum nilai rata-rata dengan uji signifikansi, mengonfirmasi kekokohan statistik dari perbedaan ini ($p < 0,01$). Kesenjangan valuasi tersebut tidak hanya dijelaskan oleh metrik keuangan semata, melainkan juga oleh faktor kepercayaan institusional serta legitimasi reputasi, sejalan dengan klaim teori institusional bahwa praktik tata kelola selalu terikat pada kerangka budaya dan regulasi (Dong et al., 2020; Seeck & Kantola, 2023). Di Indonesia, di mana kepemilikan keluarga masih dominan, skeptisisme investor terhadap kemampuan ekspansi dan daya saing internasional perusahaan keluarga membatasi valuasi pasar mereka meskipun secara finansial lebih stabil.

Desain *longitudinal* penelitian ini menunjukkan bahwa perbedaan-perbedaan tersebut bukan sekadar fluktuasi sementara, melainkan pola yang konsisten berulang di sepanjang berbagai siklus ekonomi. Selama lima tahun, termasuk fase pemulihan pasca-pandemi, Unilever secara konsisten melampaui Mayora, menegaskan bahwa kesenjangan ini bersifat struktural alih-alih sekadar anomali siklus. Temuan ini sekaligus menanggapi keterbatasan penelitian sebelumnya yang berbasis potret lintas waktu (*cross-sectional*) (Evianti et al., 2025; Mundt et al., 2022), dengan memberikan bukti yang lebih kokoh bahwa tipe kepemilikan secara sistematis memengaruhi arah perkembangan perusahaan di pasar berkembang. Integrasi indikator profitabilitas, *leverage*, dan valuasi dengan pengujian statistik memperkuat klaim ini, menegaskan bahwa orientasi tata kelola adalah faktor kunci dalam menjelaskan kinerja keuangan.

Temuan-temuan ini membawa implikasi penting. Bagi investor, tipe kepemilikan muncul sebagai lensa utama untuk menilai tingkat pengembalian yang disesuaikan dengan risiko, terutama pada pasar yang didominasi oleh perusahaan keluarga. Bagi manajer, hasil ini

mengindikasikan bahwa perusahaan keluarga perlu melakukan inovasi dalam model tata kelola—baik melalui profesionalisasi manajemen maupun membangun aliansi—untuk mengatasi keterbatasan struktural, sementara perusahaan multinasional perlu berhati-hati dalam mengelola risiko akibat strategi *leverage* yang berlebihan. Bagi pembuat kebijakan, bukti ini menekankan perlunya regulasi yang mampu menyeimbangkan transparansi dan akses modal, sehingga perusahaan keluarga tetap dapat bersaing tanpa mengabaikan risiko sistemik yang mungkin ditimbulkan oleh strategi utang agresif perusahaan multinasional. Pada akhirnya, penelitian ini menegaskan bahwa teori keuangan klasik memang masih relevan, namun daya jelaskannya harus ditempatkan dalam realitas kepemilikan dan institusional yang khas pada ekonomi berkembang.

4. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menegaskan bahwa struktur kepemilikan secara signifikan memengaruhi kinerja keuangan perusahaan, sebagaimana terlihat dari dominasi PT Unilever Indonesia Tbk dalam profitabilitas dan valuasi pasar dibandingkan PT Mayora Indah Tbk yang lebih konservatif dalam *leverage*. Kontribusi teoretisnya adalah memperluas penerapan teori *trade-off* dalam konteks pasar berkembang dengan kepemilikan terkonsentrasi, yang menunjukkan bahwa perusahaan keluarga cenderung melakukan *under-leverage* demi stabilitas, sedangkan perusahaan multinasional menggunakan utang secara agresif untuk mendukung ekspansi. Implikasi manajerialnya menekankan bahwa investor perlu mempertimbangkan kepemilikan sebagai variabel utama dalam penilaian risiko, manajer perusahaan keluarga perlu mengadopsi tata kelola profesional agar mampu bersaing, sedangkan manajer multinasional harus berhati-hati terhadap risiko dari strategi *leverage* berlebih. Meskipun terbatas pada dua perusahaan, temuan ini memberikan dasar bagi penelitian lintas industri dan lintas negara di kawasan ASEAN guna memperdalam pemahaman mengenai interaksi antara struktur kepemilikan, tata kelola, dan kinerja keuangan dalam berbagai konteks institusional. Keterbatasan studi ini mencakup periode pengamatan yang singkat dan lingkup sampel yang terbatas pada sektor barang konsumsi, sehingga hasilnya belum dapat digeneralisasi ke seluruh industri.

Oleh karena itu, penelitian mendatang disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan, memperluas sektor industri yang diteliti, dan memasukkan variabel lain seperti tata kelola perusahaan (GCG), ukuran perusahaan, atau kondisi makro ekonomi, untuk memberikan studi yang lebih komprehensif dan representatif.

REFERENSI

Al Azizah, U. S., & Haron, R. (2025). The sustainability

imperative: evaluating the effect of ESG on corporate financial performance before and after the pandemic. *Discover Sustainability*, 6(1). <https://doi.org/10.1007/s43621-025-01401-8>

Amalia, M., & Supriyanto, E. (2024). The Influence of Profitability and Leverage on Company Value with Corporate Social Responsibility as a Mediating Variable. In B. Awwad (Ed.), *The AI Revolution: Driving Business Innovation and Research: Volume 2* (pp. 1003–1015). Springer Nature Switzerland. https://doi.org/10.1007/978-3-031-54383-8_76

Auer, B. R. (2022). On false discoveries of standard t-tests in investment management applications. *Review of Managerial Science*, 16(3), 751–768. <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00453-0>

Bougie, R., & Sekaran, U. (2020). *Research Methods For Business: A Skill Building Approach 8th ed* (8th ed.). Jhon Wiley & Son - 2020.

Chirico, F., Eddleston, K. A., & Patel, P. C. (2025). Does it Pay to Patent Green Innovations? Stock Market Reactions to Family and Nonfamily Firms' Green Patents. *Journal of Business Ethics*, 198(4), 947–970. <https://doi.org/10.1007/s10551-025-05942-w>

Dong, N., Wang, F., Zhang, J., & Zhou, J. (2020). Ownership structure and real earnings management: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106733>

Ebner, B., & Henze, N. (2023). On the eigenvalues associated with the limit null distribution of the Epps-Pulley test of normality. *Statistical Papers*, 64(3), 739–752. <https://doi.org/10.1007/s00362-022-01336-6>

Evianti, D., Hasanudin, A. I., Mulyasari, W., & Soleha, N. (2025). Exploring the impact of profitability, debt covenant, and financial flexibility on firm value: Does company growth moderate the relationship? *Edelweiss Applied Science and Technology*, 9(5), 110–119. <https://doi.org/10.55214/25768484.v9i5.6805>

Fariñas, J. C., Martín-Marcos, A., & Moreno, L. (2025). Scope, scale, and locational preferences: an analysis of emerging multinationals. *Empirica*, 52(3), 559–589. <https://doi.org/10.1007/s10663-025-09643-5>

Gavana, G., Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2024a). Related party transactions and earnings management in family firms: the moderating role of board characteristics. *Journal of Family Business Management*, 14(1), 171–198. <https://doi.org/10.1108/JFBM-07-2022-0090>

Gavana, G., Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2024b). The effect of board diversity and tenure on environmental performance. Evidence from family and non-family firms. *Journal of Family Business Management*, 14(3), 534–561. <https://doi.org/10.1108/JFBM-06-2023-0088>

Ghinoi, S., De Vita, R., Steiner, B., & Sinatra, A. (2024). Family firm network strategies in regional clusters: evidence from Italy. *Small Business Economics*,

- 62(1), 87–103. <https://doi.org/10.1007/s11187-023-00755-5>
- Irmayanti, I., Supriadi, Y. N., Nurwati, E., Purwanto, S., & Moeljadi, M. (2025). The Effect of Capital Structure, Business Risk, and Asset Structure on Financial Performance: An Empirical Study of Automotive Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2019–2023 Period. *Dinasti International Journal of Education Management And Social Science*, 6(4), 2748–2759. <https://doi.org/10.38035/dijemss.v6i4.4202>
- Iurkov, V., Koval, M., & Zaefarian, G. (2023). How Much Does Domestic Location Matter for B2B Firms' Export Intensity? A Variance Decomposition Study. *Journal of International Marketing*, 31(4), 36–52. <https://doi.org/10.1177/1069031X231170206>
- Jarchow, S., Kaserer, C., & Keppler, H. (2023). Family firm performance in times of crisis—new evidence from Germany. In *Eurasian Business Review* (Vol. 13, Issue 3). Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/s40821-023-00248-1>
- Kim, Y., Jung, S., & Kim, C. (2023). The Impact of Capital Structure on the Profitability Performance of ICT Firms. *Processes*, 11(2). <https://doi.org/10.3390/pr11020635>
- Koji, K., Adhikary, B. K., & Tram, L. (2020). Corporate Governance and Firm Performance: A Comparative Analysis between Listed Family and Non-Family Firms in Japan. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9). <https://doi.org/10.3390/jrfm13090215>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Ljungkvist, T., Boers, B., & Andersén, J. (2023). Family firm versus non-family firm: the role of resource orchestration in fast-growing high-tech SMEs. *Journal of Family Business Management*, 13(3), 737–761. <https://doi.org/10.1108/JFBM-11-2021-0137>
- Mamica, Ł., Mazur-Bubak, M., & Wróbel-Rotter, R. (2022). Can Biogas Plants Become a Significant Part of the New Polish Energy Deal? Business Opportunities for Poland's Biogas Industry. *Sustainability (Switzerland)*, 14(3). <https://doi.org/10.3390/su14031614>
- Mashele, A., Mouton, M., & Pelcher, L. (2024). Corporate Governance and Financial Performance: Family Firms vs. Non-Family Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(10). <https://doi.org/10.3390/jrfm17100444>
- Mbanyele, W. (2020). Ownership concentration, firm life cycle, and leverage: Evidence from Italian family firms. *Cogent Economics and Finance*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1838687>
- Mundt, P., Alfarano, S., & Milaković, M. (2022). Survival and the Ergodicity of Corporate Profitability. *Management Science*, 68(5), 3726–3734. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.4395>
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
- Pacheco, L. (2022). Ownership Concentration, Control, and Capital Structure in Family and Non-Family Firms. *Journal of Small Business Strategy*, 32(3), 113–127. <https://doi.org/10.53703/001c.36283>
- Purwani, T., Listijo, H., Abdullah, N., & Sudiyatno, B. (2024). Sustainable growth, financial flexibility and working capital management in family firms: An empirical study in Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(4), 267–277. [https://doi.org/10.21511/imfi.21\(4\).2024.21](https://doi.org/10.21511/imfi.21(4).2024.21)
- Seeck, H., & Kantola, A. (2023). The role of professional elites in shaping management practice: How the old mentalities condition the adoption of new management ideas. *Management Learning*, 54(5), 753–776. <https://doi.org/10.1177/13505076221111008>
- Swoboda, B., & Sinning, C. (2021). Endorsement of Global Product Brands by Global Corporate Brands – A Consumer Perspective Across Nations. In *Management International Review* (Vol. 61, Issue 4). Springer Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/s11575-021-00450-1>
- Symeonidou, N., DeTienne, D. R., & Chirico, F. (2022). The persistence of family firms: How does performance threshold affect family firm exit? *Small Business Economics*, 59(2), 477–489. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00482-9>
- Tang, H., Xiong, L., & Peng, R. (2024). The mediating role of investor confidence on ESG performance and firm value: Evidence from Chinese listed firms. *Finance Research Letters*, 61(January), 104988. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.104988>
- Thien, N. H., Asif, J., Kweh, Q. L., & Ting, I. W. K. (2024). Firm efficiency and corporate performance: the moderating role of controlling shareholders. *Benchmarking: An International Journal*, 31(8), 2602–2623. <https://doi.org/10.1108/BIJ-04-2022-0253>
- Tsolas, I. E. (2021). Efficiency and Determinants of Capital Structure in the Greek Pharmaceutical, Cosmetic and Detergent Industries. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(12). <https://doi.org/10.3390/jrfm14120579>
- Yin, R. K. (2018). Case study research and applications : design and methods. In *SAGE Publications, Inc.* (6th ed.). SAGE Publications, Inc.
- Zahid, R. M. A., Taran, A., Khan, M. K., & Simga-Mugan, C. (2023). The effect of ownership composition on corporate financial performance in the European frontier markets. *Baltic Journal of Management*, 18(2), 242–261. <https://doi.org/10.1108/BJM-12-2021-0457>