

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP PROFITABILITAS
DENGAN KEBIJAKAN UTANG SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*
PADA PERUSAHAAN SEKTOR PERTAMBANGAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Geovanni Trio Advento

Email: geovannitriadvento@gmail.com

Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Widya Dharma Pontianak

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional terhadap kinerja perusahaan dengan kebijakan utang sebagai pemediasi. Data panel diperoleh dari 41 Perusahaan Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2015 hingga 2019 yang dipilih dengan teknik *purposive sampling*. Pengujian data dilakukan dengan analisis regresi dan Sobel test menggunakan pendekatan *common effect model*. Hasil pengujian menunjukkan (1) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang sedangkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif, (2) kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap profitabilitas, (3) kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap profitabilitas, dan (4) kebijakan utang tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas, namun dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap profitabilitas. Dari perspektif teoritis, hasil penelitian ini mengungkap pentingnya struktur modal dalam sistem tata kelola perusahaan.

Kata kunci: Kepemilikan manajerial dan institusional, kebijakan utang, profitabilitas.

PENDAHULUAN

Kemampuan manajemen dalam mengelola perusahaan dapat dicerminkan melalui profitabilitas perusahaan. Laba sebagai tujuan manajemen keuangan ditentukan oleh keputusan pendanaan (Gharaibeh dan Khaled, 2020; Serrasqueiro dan Nunes, 2008). Proporsi pendanaan yang optimal dalam hal ini dapat mendukung ketercapaian tujuan perusahaan dalam menghasilkan laba. (Hartono, 2021).

Penggunaan utang dengan proporsi yang optimal dapat didukung oleh penerapan tata kelola perusahaan yang baik. Penerapan ini dapat dengan indikator kepemilikan manajerial (Utami dan Tubastuvi, 2019; Maftukhah, 2013) dan kepemilikan institusional (Safitri dan Wulanditya, 2017; Suteja, 2017). Adanya kepemilikan saham oleh manajemen sebagai salah satu instrumen yang dapat meminimalkan konflik keagenan tipe I (*agency theory*) dapat memiliki andil peran pada kinerja perusahaan (Karmozdi dan Karmozdi, 2013; Hu dan Zhou, 2008). Hadirnya investor institusional dalam perusahaan menyebabkan adanya pengawasan yang dapat berkontribusi terhadap

kinerja perusahaan (Nurkhin, Wahyudin dan Fajriah, 2017; Khamis, Hamdan dan Elali, 2015).

Penelitian ini dilakukan pada Perusahaan Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2015 hingga 2019. Pemilihan sektor tersebut dengan mempertimbangkan industri ini sangat terpengaruh pada sumber daya alam dan regulasi, serta sensitif terhadap kebutuhan pasar global.

KAJIAN TEORITIS

Profitabilitas merupakan salah satu indikator yang dapat mencerminkan efektivitas dan efisiensi manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan. Menurut Sartono (2015: 122): Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aset maupun modal sendiri. Selanjutnya menurut Riyanto (2016: 35): Profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan perbandingan antara laba dengan aset atau modal yang menghasilkan laba tersebut.

Menurut Sartono (2015: 123): Profitabilitas dapat diukur melalui rasio tingkat pengembalian aset atau *return on asset ratio* (ROA) dari suatu perusahaan. ROA menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dipergunakan, sehingga semakin tinggi ROA dari suatu perusahaan maka semakin tinggi pula profitabilitas perusahaan tersebut. (Brahmana et al, 2021).

Perusahaan dalam upaya meraih laba memerlukan kebijakan utang yang tepat. Menurut Putri dan Rachmawati (2017): Kebijakan utang merupakan suatu kebijakan perusahaan untuk mendanai operasionalnya dengan menggunakan utang. Salah satu indikator kebijakan utang perusahaan sebagaimana menurut Sartono (2015: 121), diukur melalui rasio utang terhadap aset atau *debt to assets ratio* (DAR) dari suatu perusahaan. DAR menunjukkan seberapa besar aset perusahaan yang dibelanjai dengan utang, sehingga semakin tinggi DAR maka semakin tinggi pula kebijakan utang perusahaan tersebut. (Halim, 2022).

Penggunaan utang yang terlalu tinggi menjadi penyebab risiko keuangan yang semakin tinggi. Argumen ini terjelaskan melalui *trade-off theory* dalam Harjito (2011), bahwa penggunaan utang yang melampaui titik utang optimal akan mengarahkan perusahaan pada kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Menurut Serrasqueiro dan Nunes (2008), adanya keinginan manajer berinvestasi pada proyek yang berisiko tinggi

memungkinkan kreditur melampirkan persyaratan yang lebih ketat untuk pemberian kredit sehingga akan berkontribusi negatif terhadap kinerja perusahaan. Menggunakan ROA sebagai ukuran profitabilitas, Gharaibeh dan Khaled (2020) dan Serrasqueiro dan Nunes (2008) menemukan bahwa kebijakan utang dapat berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Menurut Gharaibeh dan Khaled (2020): Rasio utang terhadap aset memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, sebab perusahaan tidak dapat memperoleh keuntungan dari adanya peluang investasi yang baik karena perusahaan dihadapkan dengan beban keuangan. (Kontesa et al, 2022). Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat diajukan rumusan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap profitabilitas.

Perilaku manajemen dalam mengambil kebijakan utang tak terlepas dari perannya dalam perusahaan. Manajemen yang memiliki saham perusahaan akan bertindak berbeda dengan manajemen yang hanya sebagai tenaga profesional. Menurut Chirstiawan dan Tarigan (2007): Situasi dimana manajemen memiliki saham perusahaan disebut dengan kepemilikan manajerial. Selanjutnya, menurut Karmozdi dan Karmozdi (2013): Kepemilikan manajerial merupakan situasi dimana dewan direksi atau otoritas pengelola perusahaan menikmati beberapa persen saham perusahaan. Indikator kepemilikan manajerial pada perusahaan sebagaimana menurut Safitri dan Wulanditya (2017), dapat diukur dari jumlah saham yang dimiliki manajemen terhadap jumlah saham yang beredar, sehingga semakin tinggi jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen maka semakin tinggi pula kepemilikan manajerial di dalam perusahaan tersebut. (Satrio, (2022).

Adanya risiko keuangan yang tinggi akibat penggunaan utang yang tidak tepat, akan membuat manajemen yang sekaligus pemegang saham semakin berhati-hati dalam mengambil kebijakan utang. Hal ini menurut Djabid (2009) dikarenakan manajemen akan berusaha mengurangi risiko kehilangan kekayaannya, dengan cara mengurangi risiko keuangan perusahaan melalui penurunan tingkat utang. Dengan demikian, adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan berpengaruh pada turunnya penggunaan utang perusahaan. Argumen ini dibuktikan oleh Utami dan Tubastuvi (2019) dan Maftukhah (2013) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan. Mengacu pada uraian tersebut, adapun rumusan hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H₂: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Adanya kepemilikan saham oleh manajemen, akan membuat manajemen memiliki tanggung jawab pada perusahaan dan akan lebih berupaya meningkatkan kinerjanya. Hal ini sebagaimana menurut Wiranata dan Nugrahanti (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen menyebabkan adanya kehati-hatian manajemen dalam mengambil keputusan. Pihak manajemen akan ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kehati-hatian manajemen tersebut pada akhirnya akan berakibat pada meningkatnya profitabilitas perusahaan. Argumen bahwa dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan berkontribusi positif terhadap profitabilitas perusahaan, selaras dengan Karmozdi dan Karmozdi (2013), Hu dan Zhou (2008). Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat diajukan rumusan hipotesis berikut ini:

H₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap profitabilitas.

Secara keseluruhan berdasarkan alur pemikiran yang telah diuraikan sebelumnya, dapat diketahui bahwa adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menyebabkan turunnya penggunaan sumber pendanaan dari utang sehingga akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Dengan demikian, kebijakan utang dapat memediasi pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas perusahaan. Hal ini didukung oleh Utami dan Tubastuvi (2019), Okiro, Aduda dan Omoro (2015) yang menunjukkan bukti empiris bahwa kebijakan utang menjadi pemediasi pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas perusahaan. Mengacu pada uraian tersebut, adapun rumusan hipotesis yang dapat diajukan sebagai berikut:

H₄: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap profitabilitas dengan kebijakan utang sebagai pemediasi.

Selain kepemilikan manajerial dibutuhkan pula pengawasan yang efektif dari pihak eksternal perusahaan yang salah satunya yaitu melalui kepemilikan institusional. Menurut Kusumawati dan Setiawan (2019): Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi yang mempunyai peran dalam hal permodalan dan penetapan kebijakan perusahaan. Selanjutnya, menurut Wiranata dan Nugrahanti (2013): Kepemilikan institusional adalah kepemilikan oleh investor yang memiliki proporsi kepemilikan yang besar seperti bank, perusahaan asuransi, dan perusahaan

investasi. Pemilik institusi memainkan peran kunci dalam pengendalian korporasi yang secara umum keberadaan pemilik institusional ini dianggap dapat mempengaruhi perilaku perusahaan. Hadirnya kepemilikan institusional tersebut menurut Safitri dan Wulanditya (2017), dapat dilihat dari jumlah saham yang dimiliki institusi terhadap jumlah saham yang beredar, sehingga semakin tinggi jumlah saham yang dimiliki oleh institusi maka semakin tinggi pula kepemilikan institusional di dalam perusahaan tersebut.

Investor institusional dalam melindungi kepentingan investasinya di perusahaan akan melakukan pengawasan terhadap keputusan manajemen, terlebih pada keputusan-keputusan yang memiliki risiko yang tinggi sebagaimana kebijakan utang perusahaan. Menurut Suteja (2017): Hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat *monitoring-substitution effect*. Investor institusional akan menjadi agen pengawasan terhadap manajemen yang dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajemen sehingga memungkinkan manajemen untuk menggunakan tingkat utang secara optimal, sedangkan hubungan yang bersifat substitusi adalah peningkatan proporsi kepemilikan saham oleh investor institusional dapat mengantikan kebutuhan akan utang dalam mengurangi konflik keagenan, khususnya konflik keagenan tipe III antara pemegang saham dan debitur.

Adanya hubungan yang bersifat *monitoring-substitution effect* sebagaimana yang telah diuraikan, menunjukkan bahwa adanya kepemilikan institusional akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini dibuktikan oleh penelitian dari Safitri dan Wulanditya (2017) dan Suteja (2017) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat diajukan rumusan hipotesis berikut ini:

H₅: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Pengawasan terhadap manajemen merupakan upaya investor institusional untuk meningkatkan kemakmurannya melalui perusahaan tempatnya berinvestasi. Peningkatan kemakmuran tersebut dapat dicapai melalui peningkatan pada profitabilitas perusahaan. Penelitian dari Nurkhin, Wahyudin dan Fajriah (2017) dan Khamis, Hamdan dan Elali (2015) menemukan bahwa kehadiran investor institusional dalam struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan. Selaras dengan itu, menurut Wiranata dan Nugrahanti (2013): Pengawasan dari investor institusional yang umumnya

memiliki porsi kepemilikan yang besar mampu membuat manajemen untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, sehingga hal ini akan mendorong peningkatan pada kinerja perusahaan. Dengan demikian hadirnya kepemilikan institusional akan berkontribusi positif terhadap profitabilitas perusahaan sehingga dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₆: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap profitabilitas.

Hadirnya kepemilikan institusional akan menyebabkan turunnya penggunaan utang, sebagaimana dijelaskan dengan hubungan yang bersifat *monitoring-substitution effect*. Turunnya penggunaan utang tersebut kemudian akan mendorong peningkatan pada profitabilitas perusahaan. Berdasarkan itu, kebijakan utang dapat menjadi pemediasi pengaruh dari kepemilikan institusional terhadap profitabilitas perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian dari Muthoni, Nasieku dan Olweny (2018), Petta dan Tarigan (2017) yang menunjukkan kebijakan utang mampu memediasi pengaruh dari kepemilikan institusional terhadap profitabilitas perusahaan. Mengacu pada uraian tersebut, adapun rumusan hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H₇: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap profitabilitas dengan kebijakan utang sebagai pemediasi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian kausalitas dengan pendekatan *common effect model* yang dilakukan dengan melibatkan 41 dari 53 Perusahaan Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015 hingga 2019. Sampel penelitian tersebut diperoleh dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan *listing* sebelum tahun 2015 dan tidak di-*delisting* atau di-*suspend* selama periode analisis. Pengukuran kepemilikan manajerial dilakukan dengan menggunakan persentase kepemilikan saham manajemen, sedangkan kepemilikan institusional dengan persentase kepemilikan saham institusi (Safitri dan Wulanditya, 2017). Selanjutnya, kebijakan utang dan profitabilitas secara berturut-turut diproksikan dengan *debt to assets ratio* dan *return on asset ratio* (Sartono, 2015). Pengujian kebijakan utang sebagai pemediasi diuji dengan *Sobel test*.

PEMBAHASAN

1. Analisis Statistik Deskriptif

Berikut ini hasil analisis deskriptif dari 41 Perusahaan Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam kurun waktu tahun 2015 hingga 2019:

TABEL 1
STATISTIK DESKRIPTIF

Descriptive Statistics

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KM	205	.9561	.0000	.9561	.054418	.1606673
KI	205	.9739	.0000	.9739	.612339	.2431621
DAR	205	1.8741	.0235	1.8977	.520947	.2804015
ROA	205	4.3888	-3.9332	.4556	-.028005	.3854639
Valid N (listwise)	205					

Sumber: Data Output SPSS 25, 2020

Perusahaan pada sektor pertambangan di BEI ini tidak seluruhnya dijamin dengan kehadiran kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional (nilai minimum sebesar 0,0000). Selanjutnya, terdapat perusahaan di sektor ini yang mengalami kerugian yang besar (393,32 persen) yang menyebabkan profitabilitas di sektor ini menjadi rendah (*mean* sebesar -0,028005). Secara keseluruhan tampak bahwa perusahaan di sektor ini cenderung membiayai asetnya dengan utang (*mean* sebesar 0,520947).

2. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Hasil pengujian dipastikan telah terpenuhi seluruh asumsi tersebut.

3. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Profitabilitas dengan Kebijakan Utang sebagai Variabel *Intervening*

Pengujian dilakukan pada empat persamaan yaitu (1) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang, (2) pengaruh kepemilikan manajerial dan kebijakan utang terhadap profitabilitas, (3) pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang, dan (4) pengaruh kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap profitabilitas. Untuk memudahkan interpretasi atas hasil pengujian, maka disajikan tabel rekapitulasi berikut ini:

TABEL 2
REKAPITULASI HASIL PENGUJIAN

Keterangan	Persamaan			
	1	2	3	4
Koefisien Korelasi, Koefisien Determinasi, dan Uji F				
R	,154	,217	,271	,223
Adjusted R Square	,019	,037	,069	,039
F	4,470**	4,496**	14,534**	4,742**
Persamaan Regresi dan Uji t				
Constant	,231	,062	,361	,053
KM	,309 (2,114*)	,276 (1,200)		
KI			-,308 (-3,812**)	,091 (,670)
DAR		-,334 (-2,900**)		-,323 (-2,711**)

Signifikansi level: **0,01 dan *0,05

Sumber: Data Output SPSS 25, 2020

a. Analisis Korelasi, Koefisien Determinasi, dan Uji F

Berdasarkan Tabel 2, nilai koefisien korelasi (R) yang lemah tampak pada keempat persamaan penelitian ini. Selanjutnya, koefisien determinasi yang tidak lebih dari 0,5 mengindikasikan minimnya kemampuan variabel independen dalam menjelaskan perubahan variabel dependen pada keempat persamaan tersebut. Hasil pengujian menunjukkan bahwa keempat persamaan pada penelitian ini layak untuk diteliti lebih lanjut (4,470, 4,496, 14,534, dan 4,742).

b. Analisis Pengaruh

Pada Tabel 2, hasil pengujian menunjukkan kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap profitabilitas (H_1 diterima). Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mendapatkan keuntungan yang sebanding dengan besarnya beban dari penggunaan utang (*unfavorable leverage*). Selain itu, hasil ini juga relevan dengan *trade-off theory* bahwasannya penggunaan utang yang terlalu tinggi akan berdampak buruk terhadap perusahaan.

Hasil pengujian selanjutnya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang (H_2 ditolak). Fakta bahwa terdapatnya pengaruh positif ini menunjukkan bahwa penggunaan utang memiliki peranan penting bagi perusahaan. Sikap manajemen yang berani membuka diri

terhadap pengawasan yang semakin tinggi oleh pihak kreditur menunjukkan utang menjadi komponen yang signifikan terhadap kontinuitas perusahaan.

Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap profitabilitas (H_3 ditolak). Fenomena tidak terdapatnya pengaruh kepemilikan manajerial ini dapat disebabkan masih minimnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen di Indonesia dalam struktur kepemilikan perusahaan sehingga dapat menjadi penyebab masih kurangnya andil dari pihak manajemen.

Pengujian mediasi dengan Sobel *test* pada persamaan pertama dan kedua diperoleh nilai t sebesar -1,648. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas (H_4 ditolak). Fakta bahwa tidak terdapatnya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas ini, baik secara langsung maupun secara tidak langsung ini disebabkan oleh minimnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen dalam struktur kepemilikan perusahaan.

Hasil pengujian pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang menunjukkan terdapatnya pengaruh negatif (H_5 diterima). Diterimanya hipotesis ini relevan dengan konsep *monitoring-substitution effect* bahwa kehadiran investor institusional dalam perusahaan akan menjadi agen pengawas yang memungkinkan perusahaan menggunakan utang pada tingkat yang lebih rendah. Selanjutnya, kehadiran investor institusional juga akan menggantikan peranan utang dalam mengurangi konflik keagenan, khususnya konflik keagenan tipe III antara pemegang saham dan kreditur.

Pengujian berikutnya menunjukkan hasil yang menyatakan tidak terdapatnya pengaruh kepemilikan institusional terhadap profitabilitas (H_6 ditolak). Fakta bahwa kepemilikan institusional tidak mampu mendorong profitabilitas perusahaan ini menunjukkan bahwa investor institusional tidak selalu menjamin pengoptimalan fungsi pengawasan dan pengendalian yang dimilikinya. Pengendalian dan pengawasan investor institusional cenderung ditujukan untuk menghindari risiko dan masih terbatas dalam peningkatan kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba.

Pengujian Sobel pada persamaan ketiga dan keempat diperoleh t bernilai positif sebesar 2,160. Berdasarkan hasil tersebut maka kebijakan utang mampu

memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap profitabilitas (H_7 diterima). Hasil penelitian ini mengindikasikan kehadiran investor institusional dalam struktur kepemilikan perusahaan akan menurunkan penggunaan utang yang kemudian akan berdampak pada meningkatnya profitabilitas perusahaan. Hasil pengujian sekaligus memberikan bukti empiris keberadaan mediasi penuh dalam penelitian ini.

PENUTUP

Hasil pengujian menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, sedangkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif. Kehadiran investor institusional akan menurunkan penggunaan utang sesuai dengan konsep *monitoring-substitution effect*. Selanjutnya, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap profitabilitas, sedangkan kebijakan utang berpengaruh negatif sehingga semakin tinggi utang maka semakin rendah profitabilitas. Hasil pengujian variabel mediasi menunjukkan kebijakan utang tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas, namun dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap profitabilitas. Efek mediasi kebijakan utang ini menunjukkan bahwa struktur modal dapat menjadi penentu pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan sekaligus menunjukkan keberadaan mediasi penuh yang menjadi keistimewaan penelitian ini. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka saran kepada peneliti berikutnya agar mempertimbangkan komponen pertumbuhan perusahaan sebagai salah satu faktor yang membentuk profitabilitas.

DAFTAR PUSTAKA

- Brahmana, R.K., Setiawan, D. dan Kontesa, M. (2021). The Blame Game: COVID-19 Crisis and Financial Performance. *SN Business & Economics*, 2(11), 173.
- Christiawan, Yulius Jogi dan Josua Tarigan. 2007. “Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan.” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1, hal. 1-8.
- Djabid, Abdullah W. 2009. “Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Perspektif Agency Theory.” *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, No. 2, hal. 249–259.

- Gharaibeh, Omar K. dan Marie H. Bani Khaled. 2020. "Determinants of Profitability in Jordanian Services Companies." *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 17, No. 1, pp. 277-290.
- Halim, K.I. (2022). Audit Committee, Accounting Conservatism, Leverage, Earnings Growth, dan Earnings Quality. *E-Jurnal Akuntansi*, 32(6), 1403-1412.
- Harjito, D. Agus. 2011. "Teori Pecking Order dan Trade-Off dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 15, No. 2, hal. 187-196.
- Hartono. (2021). Developing Country Stock Market Immunity during Covid-19 Pandemic. *Technium Social Sciences Journal*, 18(1), 222-229.
- Hu, Yifan dan Xianming Zhou. 2008. "The Performance Effect of Managerial Ownership: Evidence from China." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No. 10, pp. 2099-2110.
- Karmozdi, Mehrdad dan Hadi Karmozdi. 2013. "An Analysis of the Effect of Managerial Ownership on Financial Policies and the Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange." *World Applied Sciences Journal*, Vol. 27, No. 10, pp. 1312-1317.
- Khamis, Reem, Allam Mohammed Hamdan, dan Wajeeh Elali. 2015. "The Relationship between Ownership Structure Dimensions and Corporate Performance: Evidence from Bahrain." *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 9, No. 4, pp. 38-56.
- Kontesa, M., Contesa, T., Contesa, S. (2022). Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Keputusan Diversifikasi Perusahaan. *Jurnal Studi Akuntansi dan Keuangan*, 5(1), 139-152.
- Kusumawati, Eny dan Adi Setiawan. 2019. "The Effect of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Company Growth, Liquidity, and Profitability on Company Value." *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 4, No. 2, hal. 136-146.
- Maftukhah, Ida. 2013. "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan." *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4, No. 1, hal. 69-81.
- Muthoni, George Gikama, Tabitha Merepei Nasieku, dan Tobias Olweny. 2018. "Does Capital Structure Have A Mediation Effect on Ownership Structure and Financial Corporate Performance? Evidence from Kenya." *European Journal of Economic and Financial Research*, Vol. 3, No. 2, pp. 1-12.
- Nurkhin, Ahmad, Agus Wahyudin, dan Anisa Septiani Aenul Fajriah. 2017. "Relevansi Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Barang Konsumsi." *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, Vol. 8, No. 1, hal. 35-46.

- Okiro, Kennedy, Josiah Aduda, dan Nixon Omoro. 2015. "The Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Performance of Firms Listed at The East African Community Securities Exchange." *European Scientific Journal*, Vol. 11, No. 7, pp. 517-546.
- Petta, Brigitta Clarabella dan Josua Tarigan. 2017. "Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan melalui Struktur Modal sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI)." *Business Accounting Review*, Vol. 5, No. 2, hal. 625-636.
- Putri, Vidiyanna Rizal dan Arinie Rachmawati. 2017. "The Effect of Profitability, Dividend Policy, Debt Policy, and Firm Age on Firm Value in The Non-Bank Financial Industry." *Jurnal Ilmu Manajemen dan Ekonomika*, Vol. 10, No. 1, pp. 14-21.
- Satrio, A.B. (2022). Corporate Governance Perception Index and Firm Performance in Indonesia. *Media Ekonomi dan Manajemen*, 37(2), 226-239.
- Safitri, Laili Ayu dan Putri Wulanditya. 2017. "The Effect of Institutional Ownership, Managerial Ownership, Free Cash Flow, Firm Size and Corporate Growth on Debt Policy." *The Indonesian Accounting Review*, Vol. 7, No. 2, pp. 141-154.
- Serrasqueiro, Zeilia Silva dan Paulo Macas Nunes. 2008 "Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs." *Small Business Economics*, Vol. 31, No. 2, pp. 195-217.
- Suteja, Jaja. 2017. "Financial and Nonfinancial Policies: An Examining of Agency Theory." *International Journal of Applied Business and Economic Research*, Vol. 15, No. 20, pp. 441-453.
- Utami, Herdina Indah dan Naelati Tubastuvi. 2019. "Analisis Pengaruh Profitabilitas, Struktur Kepemilikan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening." *Media Ekonomi*, Vol. 19, No. 1, hal. 168-181.
- Wiranata, Yulius Ardy dan Yeterina Widi Nugrahanti. 2013. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 15, No. 1, hal. 15-26.