



# PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM DAN ATRIBUT DEWAN DIREKSI TERHADAP STRUKTUR MODAL DENGAN KEBERLANJUTAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Egidius Fedora Budiman, Agung Juliarto<sup>1</sup>

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

## ABSTRACT

*This study was aimed to examine the effect of managerial ownership, institutional ownership, board size, women presence of board directors, and ESG score as moderation on capital structure.*

*The data used in this research are secondary data obtained from the financial statements and annual reports of mining companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2018-2022, 112 observation data. The sample selection uses purposive sampling technique and the analysis method is multiple linear regression and moderated regression analysis.*

*The results show that size of board directors have a negative effect on the use of debt in the capital structure, women presence of board directors have a negative effect on the use of debt in the capital structure, and managerial ownership strengthen by ESG score have a negative effect on the use of debt in the capital structure. While managerial ownership, institutional ownership, institutional ownership strengthen by ESG score, size of board directors strengthen by ESG score, and women presence of board directors strengthen ESG score have no effect on the use of debt in the capital structure.*

**Keywords:** *managerial ownership, institutional ownership, size of board directors, women presence of board directors, ESG score, and capital structure.*

## PENDAHULUAN

Keputusan yang berkaitan dengan struktur modal adalah bagian krusial dari manajemen keuangan perusahaan karena hal ini berhubungan langsung dengan keputusan terkait pendanaan. Keputusan ini mencakup menentukan berapa banyak hutang dan ekuitas yang akan dijadikan untuk pembiayaan operasi sebuah emiten (Myers, 1984). Pada emiten yang bergerak di bidang pertambangan, yang memiliki karakteristik khusus seperti kebutuhan modal besar dan risiko tinggi, pengelolaan struktur modal menjadi sangat krusial (Brealey *et al.*, 2011). Penelitian tentang pengaruh struktur modal di perusahaan pertambangan memberikan kontribusi penting untuk memahami bagaimana perusahaan dapat mengelola sumber daya keuangan mereka dengan lebih baik. Menurut kontan.co.id (2024) dan bisnis.com (2020) fenomena nyata di PT Aneka Tambang (Antam) dan PT Freeport Indonesia menunjukkan bahwa keputusan struktur modal yang baik dapat mendukung investasi besar, mengelola risiko operasional dan keuangan, meningkatkan kinerja keuangan, serta memenuhi ekspektasi kepemilikan saham dan keberlanjutan.

Saham yang dimiliki oleh manajemen dan institusi telah menjadi fokus utama dalam banyak penelitian sebelumnya. Jensen & Meckling (1976) mengemukakan bahwasanya kepemilikan manajerial dapat mengurangi terjadinya konflik keagenan dengan menyelaraskan kepentingan di antara manajemen dengan pemegang saham. Namun, penelitian oleh Morck *et al.*, 1988 menunjukkan bahwa efek ini tidak selalu linier, karena pada tingkat kepemilikan tertentu manajemen mungkin lebih cenderung mengejar kepentingan pribadi mereka.

Atribut dewan direksi, seperti ukuran dan keberagaman gender, juga merupakan faktor penting yang dapat memengaruhi perusahaan dalam mengambil keputusan salah satunya keputusan struktur modal. Penelitian oleh Adams & Ferreira (2009) menunjukkan bahwa keberadaan

---

<sup>1</sup> Corresponding author

perempuan dalam dewan direksi mampu memperkuat pengawasan dan pengambilan keputusan. Ukuran dewan direksi telah dikaji dalam berbagai penelitian dengan hasil yang beragam. Menurut Coles *et al.*, (2008) banyaknya jumlah dewan direksi memberikan manfaat dalam keragaman pandangan dan keahlian, namun disisi lain dapat menimbulkan masalah koordinasi.

Keberlanjutan perusahaan yang diukur melalui ESG *score* juga menjadi variabel penting yang mendapat perhatian besar dalam penelitian terkini. Menurut Eccles *et al.*, (2014) sebuah emiten yang menerapkan praktik keberlanjutan yang baik memiliki sebuah kecenderungan biaya modal yang lebih rendah dan lebih mudah mendapatkan pembiayaan. Dengan skor ESG yang berperan sebagai variabel moderasi, studi ini dilakukan dengan tujuan untuk mengevaluasi efek dari beberapa faktor pada struktur modal, seperti ukuran dewan direksi, keberadaan perempuan dalam dewan direksi, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial. Laporan keuangan serta laporan tahunan pada emiten yang bergerak di bidang pertambangan dan juga listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018–2022 digunakan sebagai data sekunder dalam studi.

Studi ini menjadikan teori keagenan yang dikemukakan oleh (Jensen & Meckling, 1976), teori pecking order (Myers & Majluf, 1984), dan teori legitimasi (Dowling & Pfeffer, 1975) sebagai acuan dasar untuk melihat bagaimana skor ESG sebagai variabel moderasi, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran dewan direksi memengaruhi struktur modal.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Bagian ini menjelaskan teori yang digunakan dalam penelitian, kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antar variabel penelitian, dan pengembangan hipotesis penelitian.

### Teori Keagenan

Jensen & Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan, yang menjelaskan relasi kontraktual antara agen (manajemen atau direksi) dan prinsipal (pemilik atau pemegang saham) dalam suatu emiten. Menurut penjelasan dari teori ini, prinsipal memberi agen kemampuan untuk membuat keputusan dengan harapan agen akan bertindak demi kepentingan terbaik prinsipal. Namun, karena agen mungkin memiliki tujuan atau kepentingan pribadi yang berbeda dari prinsipal, seringkali terjadi konflik kepentingan antara keduanya. Konflik kepentingan ini dikenal sebagai masalah keagenan, yang dapat mengakibatkan keputusan yang tidak optimal, seperti penggunaan modal yang tidak efisien atau pengambilan risiko yang berlebihan.

Dalam konteks struktur modal, teori keagenan dapat digunakan untuk memahami bagaimana kepemilikan saham dan atribut dewan direksi memengaruhi keputusan keuangan perusahaan. Ketika manajemen memiliki saham, mereka dianggap dapat mengurangi masalah keagenan karena menggabungkan kepentingan mereka dengan pemegang saham dan manajemen. Selain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional juga sangat penting untuk mengurangi kesulitan yang terkait dengan keagenan. Investor institusional memiliki kemampuan untuk memantau manajemen dan mendorong penerapan praktik tata kelola yang baik. ESG *score* yang tinggi dapat meningkatkan pengawasan ini dengan menunjukkan komitmen perusahaan terhadap praktik keberlanjutan, yang mengurangi risiko dan menarik lebih banyak investor institusional (Gillan & Starks, 2000).

### Pecking Order Theory

Teori pecking order merupakan teori yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984). Teori ini memberikan penjelasan bagaimana sebuah emiten memilih sumber dana mereka. Mengacu pada teori ini, laba ditahan yang merupakan sumber dana internal akan menjadi prioritas perusahaan. Apabila sumber dana internal tidak memiliki kapasitas yang cukup, perusahaan akan beralih ke hutang atau menerbitkan ekuitas baru. Urutan ini disebabkan oleh adanya informasi tak simetri antara manajemen dan investor eksternal, di mana penerbitan ekuitas baru sering dianggap sebagai sinyal negatif oleh pasar, yang dapat mengakibatkan penurunan harga saham perusahaan (Myers & Majluf, 1984).

Dalam konteks penelitian ini yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Saham, Keberlanjutan Perusahaan, dan Atribut Dewan Direksi terhadap Struktur Modal” *pecking order theory* sangat relevan untuk memahami bagaimana perusahaan pertambangan memilih struktur modal mereka.

Industri pertambangan dikenal dengan karakteristiknya yang membutuhkan modal besar dan menghadapi risiko tinggi, sehingga pilihan sumber pendanaan menjadi sangat krusial.

### Teori Legitimasi

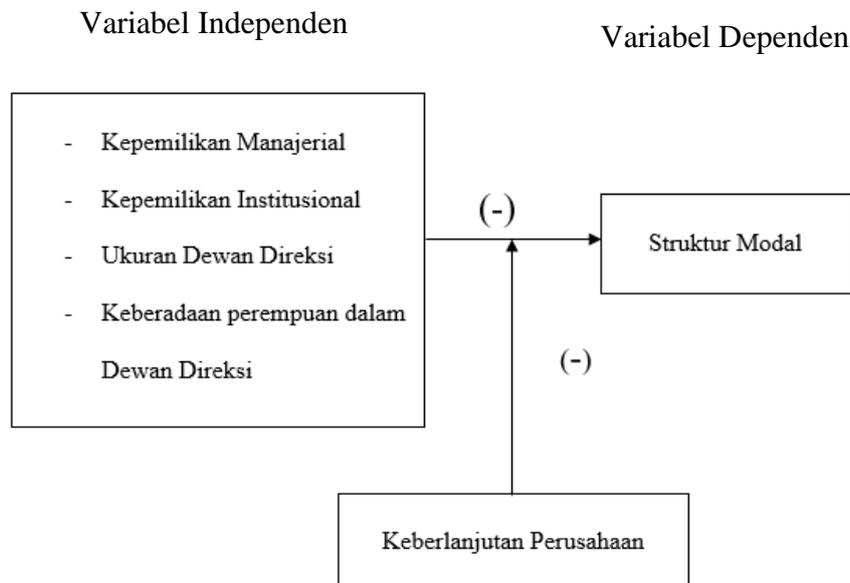
Teori legitimasi memberikan penjelasan terkait sikap dari organisasi untuk untuk mendapatkan, mempertahankan, dan memperbaiki penerimaan masyarakat. Teori ini didasarkan pada anggapan bahwa sebuah emiten tidak hanya bertindak untuk kepentingan ekonomi, tetapi juga mempertimbangkan norma dan nilai yang berlaku di masyarakat agar tetap beroperasi. Menurut Dowling & Pfeffer (1975) legitimasi adalah kondisi bahwa sistem nilai dari sebuah entitas sesuai dengan sistem nilai yang dipegang oleh masyarakat yang lebih luas.

Teori legitimasi dapat menganalisis lebih dalam bagaimana perusahaan berusaha untuk mencapai dan mempertahankan legitimasi masyarakat dan pemangku kepentingan mereka. Hal ini akan memberi bantuan dalam memahami bagaimana faktor-faktor seperti kepemilikan saham, atribut dewan direksi, dan keberlanjutan perusahaan memengaruhi struktur modal dan keberlanjutan jangka panjang perusahaan.

### Kerangka Pemikiran

Kepemilikan manajemen, kepemilikan organisasi, dan jumlah perempuan di dewan direksi adalah variabel independen. Selain itu, studi ini menjadikan struktur modal perusahaan sebagai variabel dependen. Skor keberlanjutan ESG (*Environmental, Social, and Governance*) berperan sebagai variabel moderasi yang mana dapat memberikan pengaruh serta arah dari hubungan yang timbul antara dua variabel lainnya.

Gambar 1 Kerangka Pemikiran



### Pengembangan Hipotesis

#### Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal

Kepemilikan manajerial mengacu pada jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen atau eksekutif perusahaan. Menurut studi yang dilaksanakan oleh Jensen & Meckling (1976) kepemilikan manajerial dianggap sebagai cara penting untuk mengatur kepentingan pemegang saham dan manajemen. Dalam konteks struktur modal, kepemilikan manajemen dapat memengaruhi keputusan keuangan manajemen, termasuk keputusan untuk mendapatkan dana melalui ekuitas atau utang.

Menurut teori keagenan, manajemen dan pemegang saham tidak sama. Konflik ini timbul karena kecenderungan manajemen yang memiliki informasi lebih banyak tentang bagaimana bisnis berjalan dan cenderung bertindak berdasarkan kepentingan mereka sendiri, yang kadang-kadang

tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dengan mengatur bagaimana kepentingan manajemen dengan pemegang saham, manajemen dapat mengurangi masalah keagenan ini. Karena mereka juga mendapatkan manfaat dari peningkatan nilai perusahaan, manajemen yang memiliki saham dalam perusahaan dimotivasi untuk melakukannya (Jensen & Meckling, 1976). Akibatnya, kepemilikan manajerial yang tinggi dapat memengaruhi keputusan struktur modal dengan menekankan penggunaan ekuitas daripada utang untuk mengurangi risiko kebangkrutan dan meningkatkan nilai pemegang saham.

**H<sub>1</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan.**

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal**

Dalam istilah "kepemilikan institusional", lembaga keuangan seperti reksa dana, dana pensiun, asuransi, serta investor institusional lainnya memiliki saham dalam organisasi. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap perusahaan dapat signifikan karena institusi-institusi ini memiliki sumber daya yang besar, akses informasi yang lebih baik, dan kepentingan jangka panjang dalam nilai perusahaan. Mereka cenderung lebih aktif dalam mengawasi dan memengaruhi keputusan manajemen untuk memastikan bahwa kepentingan pemegang saham dijaga. Keberadaan investor institusional dapat meningkatkan tata kelola perusahaan, mengurangi risiko pengambilan keputusan yang tidak efisien, dan mendorong manajemen untuk bertindak lebih hati-hati dalam pengelolaan aset dan kewajiban perusahaan.

Oleh karena kecenderungan investor institusional memiliki akses ke informasi yang lebih baik dan pemahaman yang lebih baik tentang kondisi keuangan perusahaan, teori pecking order memberikan bukti empiris bahwasanya sebuah perusahaan cenderung memilih pendanaan internal daripada eksternal karena biaya yang lebih rendah dan kurangnya informasi tidak simetri. Mereka dapat menekan manajemen untuk memanfaatkan sumber pendanaan internal seperti laba ditahan sebelum beralih ke utang atau penerbitan saham baru. Hal ini mengurangi ketergantungan perusahaan pada utang eksternal dan menjaga *leverage* pada tingkat yang lebih aman (Myers & Majluf, 1984).

**H<sub>2</sub>: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan.**

### **Pengaruh Ukuran Dewan Direksi terhadap Struktur Modal**

Keputusan strategis, seperti penentuan struktur modal, dapat dipengaruhi oleh ukuran dewan direksi, yang merujuk pada jumlah anggota dewan direksi. Dewan direksi dengan komposisi yang besar dapat meningkatkan pengawasan serta tata kelola perusahaan dengan membawa berbagai pengalaman dan keahlian. Namun, dewan yang terlalu besar juga dapat menyebabkan masalah dan lambat dalam pengambilan keputusan, yang dapat berdampak pada struktur modal perusahaan.

Teori pecking order mengatakan bahwa bisnis lebih baik membayar internal daripada eksternal untuk menghindari informasi tak simetri dan biaya pendanaan yang tinggi (Myers & Majluf, 1984). Dewan direksi yang lebih besar dapat meningkatkan transparansi dan akuntabilitas manajemen, yang pada gilirannya dapat mengurangi informasi tak simetri. Dengan pengawasan yang lebih baik, perusahaan mungkin cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal sebelum beralih ke utang atau penerbitan saham baru, sehingga menjaga tingkat *leverage* yang lebih rendah.

**H<sub>3</sub>: Ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal.**

### **Pengaruh Kehadiran Perempuan dalam Dewan Direksi terhadap Struktur Modal**

Keberadaan perempuan pada jajaran dewan direksi dapat memberikan sudut pandangan yang berbeda dan meningkatkan keragaman dalam pengambilan keputusan. Studi ini menemukan bahwa keberagaman gender di dewan direksi dapat meningkatkan kinerja dan tata kelola perusahaan. Perempuan di dewan direksi cenderung lebih konservatif dan berhati-hati dalam membuat keputusan keuangan, yang dapat berdampak pada struktur modal perusahaan.

Menurut teori keagenan, keberadaan perempuan dalam dewan direksi dapat mengurangi ketidaksepakatan antara pemegang saham dan manajemen dengan memberikan lebih banyak pengawasan dan akuntabilitas (Jensen & Meckling, 1976). Perempuan sering kali memiliki pendekatan yang lebih hati-hati dan mendetail dalam pengawasan, yang dapat mengurangi risiko keputusan yang berisiko tinggi oleh manajemen. Dengan pengawasan yang lebih ketat, perusahaan mungkin menghindari penggunaan utang yang berlebihan dan menjaga struktur modal yang lebih stabil dan konservatif.

**H<sub>4</sub>: Keberadaan perempuan dalam dewan direksi berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal.**

### **Pengaruh Keberlanjutan Perusahaan (ESG score) dalam Memoderasi Hubungan Kepemilikan Saham dan Atribut Dewan Direksi terhadap struktur Modal**

Ranking ESG (*Environmental, Social, and Governance*) mengukur keberlanjutan bisnis, menunjukkan komitmen perusahaan terhadap praktik bisnis yang berkelanjutan dan bertanggung jawab. Skor tinggi ESG memberikan petunjuk bahwasanya perusahaan memperhatikan dampak lingkungannya, tanggung jawab sosial, dan tata kelola yang baik (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).

Teori legitimasi menyatakan bahwa perusahaan harus beroperasi sesuai dengan norma dan nilai yang diterima masyarakat untuk mendapatkan dukungan dan sumber daya yang diperlukan (Suchman, 1995). Ukuran dewan direksi yang lebih besar mencerminkan upaya perusahaan untuk meningkatkan legitimasi melalui keragaman keterampilan dan perspektif yang lebih luas (Adams & Ferreira, 2009). Perusahaan dengan ESG score tinggi dan dewan direksi yang lebih besar lebih cenderung memilih pendanaan melalui ekuitas daripada utang untuk menjaga stabilitas dan reputasi perusahaan. Keberadaan perempuan dalam dewan direksi juga memperkuat legitimasi perusahaan di mata pemangku kepentingan, dengan ESG score tinggi yang menunjukkan komitmen terhadap praktik berkelanjutan dan meningkatkan pengaruh positif keberadaan perempuan dalam dewan direksi terhadap struktur modal. Hal ini mendorong keputusan keuangan yang lebih konservatif dan bertanggung jawab, mengurangi risiko keuangan, dan meningkatkan penggunaan ekuitas.

**H5a: ESG score memperkuat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap struktur modal.**

**H5b: ESG score memperkuat pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap struktur modal.**

**H5c: ESG score memperkuat pengaruh negatif ukuran dewan direksi terhadap struktur modal.**

**H5d: ESG score memperkuat pengaruh negatif keberadaan perempuan dalam dewan direksi terhadap struktur modal.**

### **METODE PENELITIAN**

Dalam riset ini, struktur modal berperan sebagai variabel terikat dan kepemilikan manajerial dan institusional, keberlanjutan perusahaan, ukuran dewan direksi, dan keberadaan perempuan dalam dewan direksi adalah variabel bebas.

#### **Populasi dan Sampel**

Dalam studi yang dilakukan, sektor pertambangan dipilih untuk dijadikan populasi. Adapun metode purposive sampling turut digunakan dalam riset ini, yakni

1. Perusahaan yang secara berturut-turut melaporkan laporan keuangan dan laporan tahunan di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2018 hingga 2022
2. Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dan menggunakan rupiah sebagai satuan mata uang.
3. Perusahaan yang belum pernah mengalami kerugian dari 2018 hingga 2022

#### **Variabel dan Pengukurannya**

Studi ini menggunakan 3 variabel, yakni variabel dependen, variabel independen, dan variabel moderasi. Berikut merupakan pengukuran dari tiap variabel tersebut.

**Tabel 1**  
**Variabel & Pengukurannya**

No	Variabel	Indikator Pengukuran	Keterangan
1.	Struktur Modal (Y)	Debt to Equity Ratio (DER)	$(DER) = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100$
2.	Kepemilikan Manajerial	Kepemilikan Manajerial	$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajemen}}{\text{Total saham beredar}} \times 100$
3.	Kepemilikan Institusional	Kepemilikan Institusional	$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Total saham beredar}} \times 100$
4.	Ukuran Dewan Direksi	Ukuran Dewan Direksi	$\Sigma \text{ anggota dewan direksi}$
5.	Keberadaan perempuan dalam Kursi Dewan Direksi	Keberadaan perempuan	$\frac{\text{Jumlah anggota dewan direksi perempuan}}{\text{Jumlah anggota dewan direksi}} \times 100$
6.	Keberlanjutan Perusahaan	ESG score	$we + ws + wg$

**Model Penelitian**

Pada studi ini, hipotesis akan akan diuji melalui uji statistic deskriptif, uji asumsi klasik, uji hipotesis dan uji *moderated regression analysis* (MRA)

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Bagian hasil penelitian dan pembahasan berisi penjelasan pemilihan sampel dan hasil temuan yang meliputi analisis statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji hipotesis

**Deskripsi Sampel Penelitian**

Dengan melihat beberapa variabel yang memengaruhi struktur modal perusahaan pertambangan, studi yang dilakukan ini memiliki maksud untuk menentukan penggunaan struktur modal tersebut. Keberlanjutan perusahaan, ukuran dewan direksi, kepemilikan manajer, dan kepemilikan institusional adalah beberapa dari faktor-faktor tersebut. Studi ini mengumpulkan data yang diperlukan dan memilih sampel emiten yang bergerak di bidang pertambangan yang listing BEI mulai 2018 hingga 2022. Dengan waktu pengamatan selama lima tahun, terdapat 112 data yang menjadi sampel akhir dengan kriteria sebagai berikut

**Tabel 2**  
**Pemilihan Sampel**

No	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan pertambangan yang tercatat di BEI periode 2018-2022.	30
2.	Perusahaan pertambangan yang tidak memenuhi kriteria sesuai dengan pemilihan sampel pada penelitian ini	(6)
	Jumlah	24
	Tahun penelitian yaitu 5 tahun	120
3.	Perusahaan pertambangan yang terkena outlier	(8)
	Jumlah akhir perusahaan pertambangan yang menjadi sampel	112

**Statistik Deskriptif**

Secara singkat, analisis ini menjelaskan setiap variabel bebas dan terikat, termasuk nilai tertinggi, nilai terendah, mean, standar deviasi, dan skewness.

**Tabel 3**  
**Hasil Analisis Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error
DER	112	0.00	3.36	.5542	.73306	1.791	.228
KMJ	112	-.14	.81	.0010	.18553	2.512	.228
KMI	112	-.59	.41	.0090	.28935	-.438	.228
UDD	112	-2.08	4.92	-.0532	1.59650	.983	.228
KPD	112	-1.50	1.50	.0346	1.14500	-.333	.228
ESG	112	-21.19	13.81	-.0293	6.33673	-.640	.228
KMJ_ESG	112	-5.50	6.00	-.0858	1.15548	-.218	.228
KMI_ESG	112	-4.68	6.49	.0914	1.72414	.887	.228
UDD_ESG	112	-20.99	44.08	2.2967	8.66727	1.789	.228
KPD_ESG	112	-18.29	17.59	-1.6292	7.04694	-.304	.228
Valid N (listwise)	112						

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2024

**Uji Normalitas**

Penelitian ini menggunakan uji normalitas Kolmogorov-Smirnov supaya mengetahui apakah data telah terdistribusi secara normal, dan hasilnya adalah sebagai berikut.:

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Normalitas – Kolmogorov Smirnov**

		Unstandardized Residual
N		112
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.56405475
Most Extreme Differences	Absolute	.113
	Positive	.113
	Negative	-.081
Kolmogorov-Smirnov Z		1.198
Asymp. Sig. (2-tailed)		.113

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2024

**Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji T)**

Setiap variabel bebas dan variabel terikat diuji dengan uji t, dan hasilnya sebagai berikut:

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji T)**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.544	.060		9.133	.000
KMJ	1.156	.319	.293	3.623	.000
KMI	.009	.208	.004	.044	.965
UDD	-.198	.038	-.431	-5.163	.000
KPD	-.137	.056	-.213	-2.449	.016
KMJ_ESG	-.151	.051	-.238	-2.990	.003
KMI_ESG	.005	.037	.011	.126	.900
UDD_ESG	-.005	.007	-.064	-.783	.436
KPD_ESG	-.001	.009	-.013	-.153	.879

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2024

Ringkasan pengujian hipotesis riset ini diuraikan sebagai berikut:

**Tabel 6**  
**Ringkasan Hasil Uji Hipotesis**

	Hipotesis	t	Sig	Kesimpulan
<b>H1</b>	Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal	3,623	0.000	Ditolak
<b>H2</b>	Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal	0,044	0.965	Ditolak
<b>H3</b>	Ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal	-5,163	0.000	Diterima
<b>H4</b>	Keberadaan perempuan dalam dewan direksi berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal.	-2,449	0.016	Diterima
<b>H5<sub>a</sub></b>	ESG score memperkuat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap struktur modal.	-2,990	0,003	Diterima
<b>H5<sub>b</sub></b>	ESG score memperkuat pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap struktur modal.	0,126	0,900	Ditolak

<b>H5<sub>c</sub></b>	<i>ESG score</i> memperkuat pengaruh negatif ukuran dewan direksi terhadap struktur modal.	-0,783	0,436	Ditolak
<b>H5<sub>d</sub></b>	<i>ESG score</i> memperkuat pengaruh negatif keberadaan perempuan dalam dewan direksi terhadap struktur modal.	-0,153	0,879	Ditolak

Variabel independen yakni kepemilikan manajerial menghasilkan koefisien 1,156, nilai  $t$  3,623 dan signifikansi kurang dari 5% yaitu 0% maka kesimpulannya kepemilikan manajerial tidak terbukti berpengaruh negatif dengan penggunaan utang dalam struktur modal dan **H1 ditolak**. Hipotesis awal dalam studi ini menyebutkan bahwasanya kepemilikan manajemen berdampak negatif terhadap jumlah utang yang digunakan oleh perusahaan dalam struktur modalnya. Secara teoritis, kepemilikan manajemen yang tinggi akan berbanding terbalik dengan utang yang digunakan oleh perusahaan. Meskipun demikian, hasil dari pengujian hipotesis yang didapatkan menunjukkan bahwa hipotesis tidak terbukti. Dengan demikian, kepemilikan manajemen dan penggunaan utang dalam struktur modal memiliki efek positif yang signifikan. Artinya, perusahaan cenderung menggunakan utang lebih banyak ketika kepemilikan manajemen meningkat. Hasil ini bertentangan dengan hipotesis awal, yang menunjukkan bahwa manajer dengan saham lebih cenderung mengambil utang untuk mendanai ekspansi atau proyek investasi yang mereka yakini akan menaikkan nilai perusahaan yang juga memberikan efek yang sama pada nilai saham mereka (Fama & Jensen, 1983; Chen *et al.*, 2019).

Hasil temuan dari riset ini bertolak belakang dengan pandangan tradisional yang didukung oleh teori keagenan bahwa kepemilikan manajerial akan selalu mendorong kebijakan struktur modal. Meskipun teori ini menyatakan bahwa karena kurangnya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, manajer mungkin menggunakan utang sebagai alat untuk meningkatkan *leverage* keuangan daripada yang mereka miliki saat ini. Hal ini menunjukkan bahwa manajer mungkin merasa lebih percaya diri dalam mengelola utang dan melihatnya sebagai cara untuk memaksimalkan nilai perusahaan, terutama jika mereka percaya bahwa penggunaan utang dapat mendanai proyek yang menguntungkan (Lemmon & Zender, 2010). Hasil uji membuktikan bahwa keputusan struktur modal lebih kompleks dan dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk insentif manajerial, strategi pertumbuhan perusahaan, dan kebutuhan akan dana cepat untuk mendukung berbagai inisiatif. (Jensen & Meckling, 1976)

Variabel kepemilikan institusional menghasilkan koefisien 0,009, nilai  $t$  0,044, dan signifikansi lebih dari 5% yaitu 96,5% artinya kepemilikan institusional tidak terbukti berpengaruh negatif dengan penggunaan utang dalam struktur modal dan **H2 ditolak**. Hasil pengujian membuktikan hipotesis awal penelitian, yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan, dengan kata lain, semakin besar kepemilikan institusional, semakin sedikit utang yang digunakan perusahaan. Dengan kata lain, kepemilikan institusional tidak memengaruhi penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Ini menunjukkan bahwa investor institusional, meskipun mereka memiliki kepentingan dalam bisnis, mungkin tidak secara aktif mendorong perusahaan untuk mengurangi utang (Chen & Yu, 2021).

Hasil ini bertentangan dengan hipotesis awal yang menganggap bahwa kepemilikan institusional akan secara signifikan mengurangi penggunaan utang. Penolakan hipotesis ini menunjukkan bahwa investor institusional mungkin memiliki motivasi yang lebih beragam, termasuk pengambilan risiko yang lebih tinggi melalui peningkatan *leverage* untuk mencapai pengembalian yang lebih besar (Goranova & Ryan, 2014). Ini bisa terjadi ketika investor institusional percaya bahwa manajemen dapat memanfaatkan utang untuk memanfaatkan peluang pertumbuhan yang menguntungkan atau meningkatkan efisiensi operasional (Myers & Majluf, 1984). Ini menyoroti bahwa keputusan struktur modal lebih kompleks daripada yang diperkirakan dan dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk orientasi jangka pendek investor, kebutuhan pendanaan perusahaan, dan kondisi pasar. Dengan demikian, peran investor institusional dalam

pengambilan keputusan keuangan mungkin lebih bervariasi daripada yang diasumsikan dalam teori tradisional (Jensen & Meckling, 1976).

Variabel ukuran dewan direksi menghasilkan koefisien  $-0,198$ , nilai  $t$   $-5,163$ , dengan signifikansi kurang dari  $0,05$  yaitu  $0,00$  sehingga dapat ditarik konklusi bahwasanya ukuran dewan direksi terbukti tidak memiliki hubungan positif dengan penggunaan utang dalam struktur modal dan **H3 diterima**. Hipotesis yang diusung di awal riset ini menyatakan bahwasanya ukuran dewan direksi memiliki efek negatif terhadap jumlah utang yang digunakan oleh perusahaan dalam struktur modalnya; dengan kata lain, semakin besar ukuran dewan direksi, semakin sedikit utang yang digunakan perusahaan. Hipotesis ini berpendapat bahwa dewan direksi yang lebih besar cenderung melakukan pengawasan dan kontrol manajemen dengan lebih baik. Akibatnya, kemungkinan untuk mengambil risiko dengan meningkatkan utang berkurang. Dewan direksi yang lebih besar dapat membawa beragam perspektif dan pengalaman, yang dapat meningkatkan kualitas pengawasan dan pengambilan keputusan perusahaan (Jensen, 1993). Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi dan penggunaan utang dalam struktur modal berkorelasi negatif. Dengan kata lain, perusahaan dengan dewan direksi yang lebih besar cenderung menggunakan utang yang lebih sedikit. Hasil ini konsisten dengan hipotesis awal dan mendukung pandangan bahwa dewan direksi yang lebih besar dapat berperan sebagai mekanisme pengawasan yang efektif untuk mengurangi risiko keuangan dan memastikan pengelolaan keuangan yang konservatif (Anderson *et al.*, 2004).

Penelitian ini memberikan indikasi bahwasanya bahwa ukuran dewan direksi tidak mempunyai dampak positif yang signifikan terhadap penggunaan utang dalam struktur modal, mendukung hipotesis awal. Hal ini menyoroti pentingnya dewan direksi yang lebih besar dalam mengawasi keputusan keuangan dan memastikan penggunaan utang yang hati-hati. Dengan demikian, perusahaan mungkin perlu mempertimbangkan ukuran dan komposisi dewan direksi mereka untuk meningkatkan efektivitas pengawasan dan menjaga stabilitas keuangan (Anderson & Reeb, 2004).

Variabel keberadaan perempuan dalam dewan direksi menghasilkan koefisien  $-0,137$ , nilai  $t$   $-2,449$ , dengan signifikansi kurang dari  $5\%$  yaitu  $1,6\%$  maka kesimpulannya keberadaan perempuan dalam dewan direksi terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal dan **H4 diterima**. Hipotesis awal dalam studi ini adalah keberadaan perempuan dalam dewan direksi berpengaruh negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Artinya, semakin banyak perempuan yang hadir dalam dewan direksi, semakin rendah penggunaan utang oleh perusahaan. Asumsi ini didasarkan pada pandangan bahwa perempuan dalam posisi kepemimpinan sering kali dianggap lebih berhati-hati dan cenderung lebih konservatif dalam pengambilan risiko dibandingkan dengan rekan pria mereka. Keberadaan perempuan di dewan direksi diharapkan dapat menambah perspektif yang lebih hati-hati dalam pengambilan keputusan keuangan, termasuk dalam hal penggunaan utang yang berlebihan (Adams & Ferreira, 2009).

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwasanya keberadaan perempuan dalam dewan direksi memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap penggunaan utang dalam struktur modal. Dengan kata lain, perusahaan dengan dewan direksi yang memiliki perempuan cenderung menggunakan utang yang lebih sedikit. Hasil ini konsisten dengan hipotesis awal dan mendukung pandangan bahwa perempuan di posisi kepemimpinan dapat membawa pendekatan yang lebih konservatif dan hati-hati terhadap keputusan keuangan, mengurangi risiko yang terkait dengan penggunaan utang (Gul *et al.*, 2011). Penelitian ini menyoroti pentingnya keberadaan perempuan dalam posisi kepemimpinan untuk meningkatkan kualitas pengawasan dan pengambilan keputusan keuangan yang lebih berhati-hati. Oleh karena itu, perusahaan mungkin perlu mempertimbangkan keragaman gender dalam komposisi dewan direksi untuk mengoptimalkan strategi keuangan mereka dan mengurangi risiko terkait utang (Adams & Ferreira, 2009).

Variabel kepemilikan manajerial yang dimoderasi oleh ESG menghasilkan koefisien  $-0,151$ , nilai  $t$   $-2,990$  dengan signifikansi kurang dari  $0,05$  yaitu  $0,003$  maka kesimpulannya ESG terbukti memperkuat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap penggunaan utang dalam struktur modal dan **H5a diterima**. Hipotesis awal dalam riset ini adalah bahwa ESG score memperkuat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap struktur modal perusahaan. Secara teori, ini berarti bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi akan cenderung

mengurangi penggunaan utang, dan pengaruh ini akan semakin kuat jika perusahaan memiliki skor ESG yang tinggi. ESG (*Environmental, Social, and Governance*) score mencerminkan komitmen perusahaan terhadap praktik keberlanjutan, yang sering kali diharapkan mendorong manajemen untuk mengadopsi kebijakan keuangan yang lebih konservatif, termasuk mengurangi penggunaan utang, guna menjaga reputasi dan legitimasi perusahaan di mata pemangku kepentingan (Eccles *et al.*, 2014).

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa ESG score memang memperkuat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap struktur modal. Artinya, perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi yang juga memiliki skor ESG tinggi cenderung mengurangi penggunaan utang dalam struktur modal mereka. Hasil ini mendukung hipotesis awal dan menunjukkan bahwa perhatian terhadap keberlanjutan tidak hanya mendorong manajemen untuk menghindari risiko keuangan yang berlebihan, tetapi juga memperkuat pengaruh kepemilikan manajerial dalam mengadopsi kebijakan struktur modal yang lebih konservatif (Grewatsch & Kleindienst, 2017). Ini menyoroti bahwa perhatian terhadap keberlanjutan dapat mendorong manajer dengan kepemilikan saham untuk mengadopsi kebijakan keuangan yang lebih konservatif dan bertanggung jawab. Dengan demikian, ESG score berfungsi sebagai mekanisme moderasi yang efektif, memastikan bahwa keputusan struktur modal tidak hanya didorong oleh kepentingan jangka pendek, tetapi juga oleh pertimbangan keberlanjutan jangka panjang (Bansal & Clelland, 2004).

Variabel kepemilikan institusional yang dimoderasi oleh ESG menghasilkan koefisien 0,005, nilai t 0,126 dengan signifikansi lebih dari 0,05 yaitu 0,900 maka kesimpulannya ESG tidak terbukti memperkuat pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap penggunaan utang dalam struktur modal dan **H5b ditolak**. Hipotesis awal dalam penelitian ini adalah bahwa ESG score memperkuat pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap struktur modal perusahaan. Ini berarti bahwa ketika perusahaan memiliki kepemilikan institusional yang tinggi dan juga memiliki skor ESG yang tinggi, diharapkan ada penurunan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Asumsi ini didasarkan pada pandangan bahwa investor institusional, yang sering kali memiliki pengaruh besar dalam pengambilan keputusan perusahaan, cenderung mendorong praktik keuangan yang lebih konservatif, terutama jika perusahaan memiliki komitmen kuat terhadap keberlanjutan yang diukur melalui skor ESG (Eccles *et al.*, 2014).

Namun, hasil uji hipotesis menunjukkan ESG score tidak memperkuat pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap struktur modal. Ini menunjukkan bahwa meskipun perusahaan memiliki skor ESG yang tinggi dan kepemilikan institusional, hal ini tidak serta merta mengurangi penggunaan utang. Hasil ini mengindikasikan bahwa faktor keberlanjutan mungkin tidak cukup kuat untuk memengaruhi keputusan struktur modal yang didorong oleh kepemilikan institusional (Bouslah *et al.*, 2018). Penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun komitmen terhadap keberlanjutan penting, ESG score tidak secara signifikan memengaruhi hubungan antara kepemilikan institusional dan keputusan penggunaan utang. Faktor lain, seperti orientasi jangka pendek investor institusional atau kebutuhan pendanaan perusahaan, mungkin memainkan peran yang lebih dominan dalam menentukan struktur modal (Bouslah *et al.*, 2018).

Variabel ukuran dewan direksi yang dimoderasi oleh ESG menghasilkan koefisien -0,005, nilai t -0,783 dengan signifikansi lebih dari 0,05 yaitu 0,436 maka kesimpulannya ESG tidak terbukti memperkuat pengaruh negatif ukuran dewan direksi terhadap penggunaan utang dalam struktur modal dan **H5c ditolak**. Hipotesis awal dalam penelitian ini adalah bahwa ESG score memperkuat pengaruh negatif ukuran dewan direksi terhadap struktur modal perusahaan. Dengan kata lain, jika perusahaan memiliki dewan direksi yang lebih besar dan juga memiliki skor ESG yang lebih tinggi, maka diharapkan perusahaan tersebut akan cenderung mengurangi penggunaan utang dalam struktur modalnya. Hipotesis ini didasarkan pada pemikiran bahwa dewan direksi yang lebih besar membawa lebih banyak perspektif dan pengalaman, yang dapat meningkatkan pengawasan dan pengambilan keputusan terkait risiko, serta memprioritaskan keberlanjutan yang diwakili oleh skor ESG tinggi (Anderson & Reeb, 2004).

Meskipun demikian, meskipun perusahaan memiliki dewan direksi yang besar dan komitmen terhadap keberlanjutan yang diukur melalui skor ESG, hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa skor ESG tidak meningkatkan dampak negatif ukuran dewan direksi terhadap struktur modal. Hasil ini mengindikasikan bahwa moderasi oleh ESG score mungkin tidak cukup kuat untuk memengaruhi hubungan antara ukuran dewan direksi dan struktur modal (Post *et al.*, 2011).

Penelitian ini membuktikan bahwa meskipun perusahaan memiliki komitmen terhadap keberlanjutan dan dewan direksi yang besar, keputusan terkait struktur modal mungkin lebih dipengaruhi oleh pertimbangan lain yang lebih langsung terkait dengan strategi keuangan dan operasional. Oleh karena itu, penting bagi sebuah perusahaan untuk menjadikan berbagai faktor lainnya terlebih dalam pengambilan keputusan struktur modal, bukan hanya bergantung pada ukuran dewan direksi dan komitmen keberlanjutan (Anderson & Reeb, 2004).

Variabel keberadaan perempuan dalam dewan direksi yang dimoderasi oleh ESG menghasilkan koefisien -0,001 nilai  $t$  -0,153 dengan signifikansi lebih dari 0,05 yaitu 0,879 maka kesimpulannya ESG tidak terbukti memperkuat pengaruh negatif keberadaan perempuan dalam dewan direksi terhadap penggunaan utang dalam struktur modal dan **H5d ditolak**. Hipotesis awal dalam studi adalah bahwa ESG *score* memperkuat pengaruh negatif keberadaan perempuan dalam dewan direksi terhadap struktur modal perusahaan atau dengan kata lain, jika perusahaan memiliki perempuan dalam dewan direksi dan juga memiliki skor ESG yang tinggi, diharapkan perusahaan tersebut akan mengurangi penggunaan utang dalam struktur modalnya. Asumsi ini didasarkan pada pandangan bahwa perempuan dalam posisi kepemimpinan sering kali lebih konservatif dan berhati-hati dalam pengambilan risiko. Mereka cenderung mendorong kebijakan keuangan yang lebih konservatif, termasuk pengurangan utang, terutama dalam konteks komitmen terhadap keberlanjutan yang diukur melalui skor ESG tinggi (Adams & Ferreira, 2009).

Namun, hasil uji menunjukkan bahwa ESG *score* tidak memperkuat pengaruh negatif keberadaan perempuan dalam dewan direksi terhadap struktur modal. Dengan kata lain, meskipun perusahaan memiliki perempuan dalam dewan direksi dan komitmen terhadap keberlanjutan yang tinggi, hal ini tidak berdampak signifikan pada pengurangan penggunaan utang. Hasil ini mengindikasikan bahwa moderasi oleh ESG *score* mungkin tidak cukup kuat untuk memengaruhi hubungan antara keberadaan perempuan dalam dewan direksi dan struktur modal (Post & Byron, 2015). Penelitian ini membuktikan meskipun ada komitmen terhadap keberlanjutan dan keterwakilan perempuan dalam dewan direksi, keputusan terkait struktur modal mungkin lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor lain seperti kondisi pasar, strategi pertumbuhan, atau kebutuhan operasional jangka pendek. Oleh karena itu, perusahaan perlu menjadikan berbagai faktor lainnya dalam menimbang keputusan khususnya yang berkaitan dengan struktur modal, bukan hanya bergantung pada keberadaan perempuan di jajaran dewan direksi dan komitmen keberlanjutan (Adams & Ferreira, 2009; Post & Byron, 2015).

## KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Bagian ini berisi kesimpulan penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran untuk penelitian kedepannya.

### Kesimpulan

Tujuan dilakukannya penelitian ini untuk memberikan evaluasi terkait kepemilikan saham dan karakteristik dewan direksi terhadap struktur modal dengan keberlanjutan perusahaan sebagai pemoderasi. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur sektor pertambangan yang listing di BEI periode 2018-2022.

Studi ini memberikan hasil temuan bahwa ukuran dewan direksi dan keberadaan perempuan dalam dewan direksi memiliki dampak negatif terhadap penggunaan utang dalam struktur modal. Di sisi lain, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional justru menunjukkan hasil yang sebaliknya, skor ESG juga terbukti memperkuat dampak negatif dari kepemilikan manajerial terhadap struktur modal.

### Keterbatasan

Dalam keberjalanannya, studi ini juga turut mengalami keterbatasan yang dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan studi di masa yang akan datang.

1. Proses pengukuran yang bergantung pada analisis manual menggunakan analisis konten dalam menghitung data ESG *score* dalam laporan tahunan perusahaan, rentan bias dikarenakan analisis manual yang subjektif.
2. Pengukuran variabel kurang maksimal apabila hanya menggunakan satu pengukuran. Misalnya, Struktur modal hanya diukur menggunakan rasio utang terhadap ekuitas (*debt-*



*to-equity ratio*). Pengukuran ini kurang cukup untuk menggambarkan pengambilan keputusan keuangan perusahaan.

### Saran

Melihat keterbatasan penelitian yang dijelaskan sebelumnya, diharapkan peneliti selanjutnya dapat menjadikan hal hal di bawah ini sebagai pertimbangan lebih lanjut, yakni :

1. Penelitian selanjutnya dapat memperluas sampel dikarenakan terbatasnya sampel ESG *score* pada sektor pertambangan. Penelitian dapat memanfaatkan data ESG dari sumber eksternal yang lebih terstandarisasi, seperti Bloomberg. Dengan demikian, hasil pengukuran ESG akan lebih objektif.
2. Penelitian berikutnya disarankan untuk menggunakan variabel tambahan yaitu menggunakan rasio utang terhadap aset (*debt-to-asset ratio*) dan teori lain seperti *trade off theory*. Dengan menambahkan teori ini serta pengukuran tersebut penelitian terhadap struktur modal akan lebih mendalam terhadap keputusan keuangan perusahaan.

**REFERENSI**

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance☆. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209–237. <https://doi.org/10.2307/4131472>
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93–103.
- Bisnis.com. (2020, September 14). Begini Kemajuan Hasil Pengembangan Tambang Bawah Tanah Freeport. <https://www.bisnis.com>
- Bisnis.com. (2023, Februari 26). Kementerian ESDM Ungkap Sektor Pertambangan Hadapi 8 Faktor Utama. <https://www.bisnis.com>
- Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2018). Social performance and firm risk: Impact of the financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 643–669.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Chen, G., & Zhu, L. (2019). Institutional ownership and capital structure: Evidence from emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 30, 80–98.
- Chen, L., & Yu, Y. (2021). Institutional Ownership and Corporate Financial Policies. *Journal of Corporate Finance*, 67(101934).
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356.
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275–305.
- Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40(5), 1230–1268.
- Grewatsch, S., & Kleindienst, I. (2017). When does it pay to be good? Moderators and mediators in the corporate sustainability–corporate financial performance relationship: A critical review. *Journal of Business Ethics*, 145(2), 383–416.
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314–338.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161–1187.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1–2), 293–315.
- Myers, S. C. (1984a). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C. (1984b). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592.



- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546–1571.
- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green Governance: Board of Directors' Composition and Environmental Corporate Social Responsibility. *Business & Society*, 50(1), 189–223.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.