

**KOMPENSASI EKSEKUTIF, KEPEMILIKAN, DAN KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA)**

Zaky Anwar Ibrahim

Universitas Sebelas Maret, Surakarta, Indonesia

Email: zakyibrhm97@students.uns.ac.id

Atmaji

Universitas Sebelas Maret, Surakarta, Indonesia

Email: atm.darma@gmail.com

ABSTRAK

Pemberian kompensasi adalah elemen penting dalam sistem pengendalian manajemen, karena berfungsi untuk mengendalikan perilaku karyawan dalam berbagai level organisasi, sehingga dapat menjamin performa perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan. Namun pada praktiknya masih terdapat perusahaan yang mengalami kerugian dan bahkan terdapat kasus korupsi pada beberapa perusahaan milik pemerintah yang dilakukan oleh oknum direksi, meskipun besaran pemberian kompensasi eksekutif sudah jauh lebih besar dibandingkan kompensasi rata-rata seluruh karyawan. Peneliti menduga terdapat permasalahan agensi pada hal ini, sehingga diperlukan mekanisme pengendalian lain untuk mengatasi hal tersebut yang mana apakah dapat memperkuat hubungan antara pemberian kompensasi eksekutif dengan tingkat kinerja perusahaan atau sebaliknya. Mekanisme tersebut yaitu berupa pengawasan yang salah satunya dilakukan oleh pihak pemegang saham selaku pemilik perusahaan yang terbagi dalam suatu struktur kepemilikan saham dan merupakan bagian dari mekanisme internal corporate governance. Hasil penelitian menemukan bahwa kepemilikan institusional sebagai wakil struktur kepemilikan tidak dapat memoderasi hubungan antara tingkat kompensasi eksekutif dengan tingkat kinerja perusahaan.

Kata kunci : Kompensasi Eksekutif, Kinerja Perusahaan, Kepemilikan Institusional, *Corporate Governance*, Biaya Agensi, Struktur Kepemilikan

Pendahuluan

Pemberian kompensasi kepada jajaran karyawan tidaklah hanya semata-mata sebagai bentuk imbal balik pihak perusahaan kepada karyawan mereka atas jasa dan kontribusi akan penciptaan sebuah “value” bagi perusahaan, namun melainkan memberikan peran penting bagi perusahaan karena dapat menjadi salah satu instrumen pemicu yang memperkuat motivasi karyawan untuk mencapai dan melampaui target kinerja sehingga trend kinerja perusahaan pun akan meningkat pula (Merchant & Van der Stede, 2017). pemberian kompensasi juga berfungsi memberikan peran pengendalian sebagaimana dijelaskan oleh Merchant (2017) dalam bukunya yang berjudul “Management Control System” insentif adalah elemen penting akhir dalam sistem result

control atau pengendalian hasil. Result Control merupakan sistem kontrol preventif yang efektif karena langsung mengarah pada masalah dimana pengendalian dibutuhkan dan dapat digunakan untuk mengendalikan perilaku karyawan dalam berbagai level organisasi.

Pengaruh pemberian kompensasi terhadap kualitas kinerja perusahaan sudah dibahas dalam beberapa penelitian terdahulu, namun memberikan hasil penelitian yang berbeda – beda antara penelitian yang satu dengan penelitian yang lainnya dan menghasilkan pandangan pro dan kontra, sebagaimana penelitian yang dilakukan Conyon, (2011), Coughlan, (1985), Smirnova and Zavertiaeva (2017), Dias et al., (2020), C. Wang et al., (2021), Abdalkrim, (2019) Afrifa & Adesina, (2018), dan Buachoom, (2017) berpendapat bahwa kompensasi eksekutif berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Kemudian pada penelitian yang memberikan pendapat secara kontra menemukan bahwa kompensasi CEO tidak selalu memberikan dampak positif terhadap kinerja perusahaan seperti penelitian yang dilakukan dilakukan (Brick, 2006) dan (Core, 1999) menemukan hubungan negatif yang kuat antara kinerja perusahaan dan kompensasi CEO, Kemudian penelitian lain yang dilakukan oleh Kim dan Jang (2020) menemukan bahwa pemberian kompensasi meningkatkan performa perusahaan dalam jangka waktu yang pendek, namun dapat menurunkan pendapatan perusahaan pada jangka panjang.

Perbedaan hasil penelitian tersebut, tercermin pada praktiknya dalam dunia bisnis, dimana masih terdapat beberapa perusahaan yang mengalami kerugian atau ditemukannya tindak pidana korupsi yang dilakukan oleh oknum pada beberapa perusahaan milik pemerintah, meskipun pihak manajemen terutama jajaran eksekutif sudah diberikan kompensasi oleh perusahaan mereka. Peneliti mencoba melakukan pengujian kembali dan berusaha menemukan solusi atas isu-isu negatif yang diduga disebabkan adanya indikasi terjadinya konflik agensi, yaitu konflik yang terjadi ketika pengelola perusahaan mengambil keuntungan untuk memaksimalkan keuntungan personalnya sendiri dibandingkan keuntungan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976) dan menduga bahwa terdapat faktor lain yang berpotensi dapat mempengaruhi hubungan antara pemberian kompensasi eksekutif dengan tingkat kualitas kinerja perusahaan tersebut, yaitu adalah

aktivitas pengawasan yang merupakan salah satu unsur mekanisme tata kelola perusahaan. Aktivitas pengawasan merupakan salah satu tindakan efektif untuk memitigasi permasalahan agensi berdasarkan pernyataan Jean Tirole seorang ekonom yang disebutkan dalam penelitian Miller et al., (2022), bahwa “Seorang pengawas aktif bertugas untuk mengurangi masalah keagenan di dalam perusahaan tempat mereka berinvestasi.”. Berdasarkan permasalahan yang dipaparkan tersebut, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kompensasi eksekutif terhadap kinerja Perusahaan dan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan sebagai pemoderasi atas pengaruh kompensasi eksekutif terhadap kinerja perusahaan.

Teori dan Metodologi

Teori Agensi

Teori Agensi (*Agency Theory*) merupakan teori yang menjelaskan hubungan kontrak antara satu atau beberapa pemilik perusahaan yang mendelegasikan wewenang kepada beberapa orang lain sebagai pengelola perusahaan untuk mengambil keputusan dalam menjalankan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Kompensasi dan Kinerja Perusahaan

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Conyon, (2011), Coughlan, (1985), Smirnova and Zavertiaeva (2017), Dias et al., (2020), C. Wang et al., (2021), Abdalkrim, (2019) Afrifa & Adesina, (2018), dan Buachoom, (2017) berpendapat bahwa kompensasi eksekutif berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, meskipun demikian masih terdapat pro dan kontra terkait hal tersebut, berdasarkan terdapatnya fenomena pemberian remunerasi yang nilai pemberiannya bersifat fluktuatif dan berbeda-beda setiap periodenya baik mengalami peningkatan dengan periode sebelumnya ataupun penurunan, apakah dapat secara pasti efektif mengatasi permasalahan keagenan dan meningkatkan performa perusahaan ketika terjadi peningkatan pemberian remunerasi ataukah sebaliknya menjadi sebuah pemborosan bagi perusahaan, dicontohkan pada latar belakang, belum tentu perusahaan dapat mencetak laba bersih, namun sebaliknya. Berdasar penelitian yang dilakukan oleh (Kim & Jang, 2020), menunjukkan bahwa kompensasi karyawan yang meningkat memiliki efek positif jangka pendek dan jangka panjang negatif, meskipun demikian peneliti tersebut menyarankan agar perusahaan

restoran dapat mempertahankan pertumbuhan pendapatan yang lebih tinggi melalui peningkatan kompensasi karyawan. Kondisi berbeda-beda yang meningkatkan potensi adanya perbedaan hasil penelitian terdahulu tersebut, dan berdasarkan penelitian terdahulu dan teori yang dipaparkan, hipotesis pertama penelitian ini berbunyi:

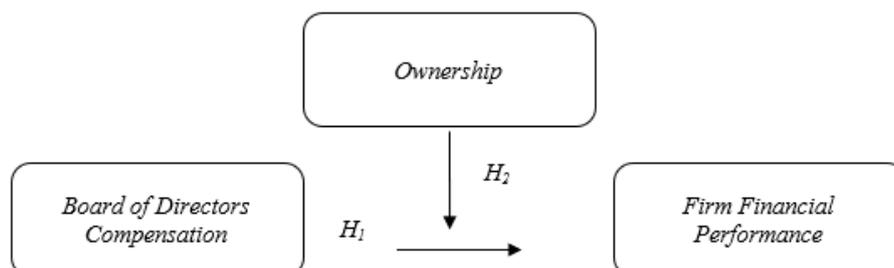
H1 : Kompensasi eksekutif berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan Mekanisme Internal

Struktur Kepemilikan dan Masalah Keagenan

Berdasarkan penelitian yang dilakukan (Xu et al., 2023) bahwa kepemilikan secara mayoritas memainkan peran pemantauan dan tata kelola dalam sensitivitas pembayaran kinerja eksekutif melalui mekanisme informasi dan tata kelola (*corporate governance*), lebih lanjut proporsi gaji eksekutif yang dipengaruhi oleh kepemilikan umum (institusional) meningkatkan kinerja perusahaan di masa depan secara signifikan. Kemudian menurut Nussbaum dan Dobrzynski (1987) dalam (Mehran & Carroll, 1995) bahwa lembaga dengan holding periode lebih lama, memiliki lebih banyak insentif untuk memantau manajer, itu artinya dengan memantau manajer maka fungsi pengawasan tata kelola perusahaan dapat lebih efektif sehingga menekan masalah keagenan dan dapat meningkatkan performa perusahaan. Pada kemungkinan lain adalah beberapa investor institusi mungkin tidak memantau tim manajemen karena mereka hanyalah sebatas bertransaksi bisnis dengan perusahaan saja menurut (Bricicley et al., 1988), sehingga penerapan tata kelola perusahaan belum tentu efektif.

H2 : Struktur Kepemilikan Institusional dapat memoderasi hubungan antara pemberian kompensasi eksekutif terhadap tingkat kinerja perusahaan

Berdasarkan hipotesis tersebut, maka dapat digambarkan



Gambar1.Kerangka Konseptual

Data

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2019 – 2022 sebanyak 198 Perusahaan. Sampel pada penelitian ini dipilih menggunakan metode purposive sampling dengan kriteria dan hasil pada tabel 1 berikut ini.

Tabel 1. Hasil Purposive sampling

Kriteria Sampel	Jumlah
Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang menyajikan laporan keberlanjutan selama tahun 2019 - 2022.	198
Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang tidak lengkap mempublikasikan laporan keuangan dan atau laporan tahunan selama tahun 2019-2022.	(1)
Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang tidak mempublikasikan dan atau tidak memberikan informasi secara lengkap mengenai pemberian kompensasi eksekutif selama tahun 2019-2022.	(46)
Perusahaan yang melakukan merger atau baru saja melakukan delisting dalam Bursa Efek Indonesia setelah tahun 2019 – 2022	(2)
Perusahaan yang memenuhi kriteria	149
Periode pengamatan	4
Jumlah data observasi selama 4 tahun	596

Metodologi

Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi linier berganda (*Multiple Regression Analysis*) untuk menguji pengaruh antara variabel independen dengan dependen. Variabel penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut

Tabel 3. Definisi Operasional Variabel

	Rumus	Keterangan
Variabel dependen		
ROA Return on Asset	Laba bersih/Total Aset	(Kweh et al., 2022)
ROE Return on Equity	Laba bersih / Total ekuitas	(Brigham & Houston, 2010)
Variabel independent		

Kompensasi Eksekutif, Kepemilikan, Dan Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia)

Komp	Kompensasi Eksekutif	InTotal Kompensasi	Kweh et al., (2022)
Variabel moderasi			
KI	Kepemilikan Institusional	Proporsi Kepemilikan Institusi	
Variabel control			
Lev	Leverage	Total Liabilitas/ Total Ekuitas	Wang & Chen, 2016),
Debt	Tingkat hutang	Total Liabilitas/ Total Aset	Wang & Chen, 2016),
Size	Ukuran Perusahaan	InTotal aset	Santos et al., (2019)

Persamaanya yaitu sebagai berikut ini

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 comp_{it} + \beta_2 KI_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev_{it} + \beta_5 debt_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 comp_{it} + \beta_2 KI_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev_{it} + \beta_5 debt_{it} + \epsilon_{it} \dots (2)$$

Persamaan variabel pemoderasi dengan analisis Moderated Regression Analysis

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Logcomp_{it} + \beta_2 KI_{it} + \beta_3 comp_{it} * KI_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 debt_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 comp_{it} + \beta_2 KI_{it} + \beta_3 comp_{it} * KI_{it} + \beta_4 si + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 debt_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (4)$$

Hasil dan Pembahasan

Tabel 4. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.
ROA	595	88.43824	-0.870794	0.180275	3.625875
ROE	595	2.758775	-4.112.526	0.053964	0.374376
COMP	595	27.95238	19.60404	23.15775	1.355267
KI	595	0.999849	0.000000	0.756023	0.253522
SIZE	595	33.65519	20.35412	28.50150	1.732635
LEVERAGE	595	114.2896	-3.015.344	1.162219	5.337015
DEBT	595	423.8372	4.10E-05	1.193625	17.36181

Tabel 5. Hasil Uji Linier Berganda – Model ROA

Kompensasi Eksekutif, Kepemilikan, Dan Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia)

Variable	Coefficient	t-statistic	prob
COMP	0.043665	4.745.360	0.0000
KI	0.039213	1.121.636	0.2625
SIZE	-0.019647	-2.367.290	0.0182
LEVERAGE	-0.000410	-0.588511	0.5564
DEBT	0.208296	7.869.774	0.0000
Adj-R ²	0.999293		
F-Statistic	166449.8		
Sig	0.000000		
N	595		

Nilai $t_{\text{statistic}}$ variabel kompensasi eksekutif (COMP) (X_1) sebesar 4.745.360 dengan p -value sebesar 0.0000. Dengan nilai prob. (p -value) $< 0,05$ (taraf signifikansi 5%) atau $0.0000 > 0,05$, maka H_0 diterima dan dapat diketahui bahwa Kompensasi eksekutif (COMP) (X_1) berpengaruh positif signifikan terhadap ROA atau kinerja perusahaan

Kinerja berdasarkan ROE

Tabel 6. Hasil Uji Linier Berganda – Model ROE

Variable	Coefficient	t-statistic	Prob
COMP	-0.100306	-2.249.679	0.0250
KI	0.095216	0.540494	0.5891
SIZE	0.048666	0.581284	0.5613
LEVERAGE	-0.033597	-1.417.970	0.0000
DEBT	0.000759	0.488736	0.6253
Adj-R ²	0.565374		
F-Statistic	3.749.451		
Sig	0.000000		
N	595		

Nilai $t_{\text{statistic}}$ variabel kompensasi eksekutif (COMP) (X_1) sebesar 4.745.360 dengan p -value sebesar 0.0250. Dengan nilai prob. (p -value) $< 0,05$ (taraf signifikansi 5%) atau $0.0250 > 0,05$, maka H_0 diterima dan dapat diketahui bahwa Kompensasi eksekutif (COMP) (X_1) berpengaruh positif signifikan negatif terhadap ROE atau kinerja perusahaan

Kompensasi Eksekutif, Kepemilikan, Dan Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia)

Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka dapat diketahui bahwa pemberian kompensasi eksekutif berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, meskipun dengan dua variable independent yang berbeda dengan hasil yang berbeda pula, namun tetap sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Conyon, (2011), Coughlan, (1985), Smirnova and Zavertiaeva (2017), Dias et al., (2020), C. Wang et al., (2021), Abdalkrim, (2019) Afrifa & Adesina, (2018), dan Buachoom, (2017) berpendapat bahwa kompensasi eksekutif berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, dan turut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim & Jang (2020), menunjukkan bahwa kompensasi karyawan yang meningkat memiliki efek positif jangka pendek dan jangka panjang negatif sebagaimana pengaruh proksi ROE, meskipun demikian peneliti tersebut menyarankan agar perusahaan restoran dapat mempertahankan pertumbuhan pendapatan yang lebih tinggi melalui peningkatan kompensasi karyawan. Sehingga berdasarkan pemaparan tersebut H_1 dapat diterima.

Moderated Regression Analysis

Tabel 7. Proksi ROA

Variable	Coefficient	t-statistic	prob
Constant	-0.608706	-1.352.430	0.1768
comp*KI	-0.003436	-0.145928	0.8840

Tabel 8. Proksi ROE

Variable	Coefficient	t-statistic	prob
Constant	3.611.450	1.155.854	0.2484
comp*KI	0.139075	1.303.436	0.1931

Berdasarkan hasil olah data, maka dapat diketahui bahwa kepemilikan institusional tidak memoderasi hubungan antara kompensasi eksekutif tersebut baik terhadap proksi ROA maupun ROE beberapa investor institusi mungkin tidak memantau tim manajemen karena mereka hanyalah sebatas bertransaksi bisnis dengan perusahaan

saja menurut (Bricicley et al., 1988), sehingga penerapan tata kelola perusahaan belum tentu efektif dan H₂ dalam penelitian ini ditolak.

Simpulan

Studi penelitian ini menghasilkan penemuan bahwa pemberian kompensasi eksekutif berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan pada proksi *return on asset* namun sebaliknya berpengaruh secara negatif apabila diproksikan oleh *return on equity*.

Lebih lanjut, peneliti juga menemukan bahwa peran pengawasan oleh struktur kepemilikan yang merupakan mekanisme internal dan diproksikan oleh kepemilikan institusional yang mana secara umum menjadi pihak mayoritas pemegang saham tidak memberikan pengaruh dengan kapasitasnya sebagai variable yang memoderasi, hal ini dikarenakan pihak institusi hanyalah sebatas melakukan transaksi bisnis berupa pembelian saham perusahaan tanpa melakukan pengawasan terhadap pihak manajemen perusahaan. Hal ini cukup disayangkan karena dengan kapasitas mereka sebagai pemilik modal yang bertujuan mencari keuntungan, namun tidak disertai peran pengawasan terhadap perusahaan yang mereka investasikan dan hal tersebut berisiko menyebabkan kerugian bagi pihak investor sendiri.

Keterbatasan penelitian ini yaitu mekanisme pengendalian *corporate governance* hanya diproksikan sebatas struktur kepemilikan saja, namun akan lebih baik apabila peneliti selanjutnya menambahkan struktur mekanisme pengendalian *corporate governance* lainnya seperti peran komite audit.

Referensi

- Abdalkrim, G. (2019). Chief executive officer compensation, corporate governance and performance: evidence from KSA firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(6), 1216–1235. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0228>
- Adams, J. S., & Freedman, S. (1963). *EQUITY THEORY REVISITED: COMMENTS AND ANNOTATED BIBLIOGRAPHY*.
- Afrifa, G. A., & Adesina, O. O. (2018). How does directors' remuneration affect SMEs' performance? *Review of Accounting and Finance*, 17(2), 238–258. <https://doi.org/10.1108/RAF-12-2016-0199>

- Al-Najjar, B. (2010). Corporate governance and institutional ownership: Evidence from Jordan. *Corporate Governance*, 10(2), 176–190. <https://doi.org/10.1108/14720701011035693>
- Blair, R. J. R. (1995). A cognitive developmental approach to morality: investigating the psychopath. In *Cognition* (Vol. 57).
- Bricicley, J. A., Lease, R. C., & Smitii, C. W. (1988). *OtVNERSW STRUCTURE AND VOTING ON ANTITAKHBVERAMENImIENT\$+*.
- Brick, I. E. , P. O. , W. J. K. (2006). *CEO compensation, director compensation and firm performance: Evidence of cronyism*.
- Buachoom, W. (2017). Simultaneous relationship between performance and executive compensation of Thai non-financial firms. *Asian Review of Accounting*, 25(3), 404–423. <https://doi.org/10.1108/ARA-02-2016-0020>
- Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73, 305–333.
- Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 247–273. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000682>
- Core, J. E. , H. R. W. , L. D. F. (1999). *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*.
- Deangelo, H., & Deangelo, L. (1985). MANAGERIAL OWNERSHIP OF VOTING RIGHTS A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock*. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 14).
- Dias, A., Vieira, V., & Figlioli, B. (2020). Tracing the links between executive compensation structure and firm performance: evidence from the Brazilian market. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(7), 1393–1408. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0199>
- Do, T. K., Lai, T. N., & Tran, T. T. C. (2020). Foreign ownership and capital structure dynamics. *Finance Research Letters*, 36. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101337>
- Fabisik, K., Fahlenbrach, R., Stulz, R. M., & Taillard, J. P. (2021). Why are firms with more managerial ownership worth less? *Journal of Financial Economics*, 140(3), 699–725. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.02.008>
- Gibson, C. H., & Veith, S. (2012). *Using Financial Accounting Information*. www.cengage.com/highered

- Gillan, S. L., Starks, L. T., & World Institute for Development Economics Research. (2002). *Institutional investors, corporate ownership, and corporate governance: a global perspective*. United Nations University, World Institute for Development Economics Research.
- Jang, G. Y., Kang, H. G., & Kim, W. (2022). Corporate executives' incentives and ESG performance. *Finance Research Letters*, 49. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103187>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 3). Q North-Holland Publishing Company.
- Kabir, R., & Huang, X. (2019). *INTERNAL CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS AND CORPORATE PERFORMANCE: EVIDENCE FROM DUTCH LISTED FIRMS Acknowledgements*.
- Kanapathipillai, S., Gul, F., Mihret, D., & Muttakin, M. B. (2019). Compensation committees, CEO pay and firm performance. *Pacific Basin Finance Journal*, 57. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101187>
- Khenissi, M., Hamrouni, A., & Farhat, N. Ben. (2022). Executive compensation indexed to corporate social responsibility and firm performance: Empirical evidence from France. *Finance Research Letters*, 50. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103213>
- Kim, H. S., & Jang, S. C. (Shawn). (2020). The effect of increasing employee compensation on firm performance: Evidence from the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 88. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102513>
- Mehran, H., & Carroll, W. E. (1995). ECONOMICS Executive compensation structure, ownership, and firm performance. In *JOURNAL+OF Fhanced ELSEVIER Journal of Financial Economics* (Vol. 38).
- Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2017). *MANAGEMENT CONTROL SYSTEMS*. www.pearson.com/uk
- Miller, S., Qiu, B., Wang, B., & Yang, T. (2022). Monitoring institutional ownership and corporate innovation. *Journal of Empirical Finance*, 69, 144–165. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2022.09.004>
- Moin, A., Guney, Y., & El Kalak, I. (2020). The effects of ownership structure, sub-optimal