

Pengaruh Utang terhadap Kinerja Perusahaan Dimoderasi oleh Kepemilikan Institusional

Indah Nuansa Bukusu

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, Indonesia
Email: indahnuansabukusu01@gmail.com

Suherman

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, Indonesia
Email: suherman@unj.ac.id

Destria Kurnianti

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, Indonesia
Email: destria@unj.ac.id

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of debt (proxied by DAR) on firm performance (proxied by Tobin's Q, ROA, and ROE) with the moderation of institutional ownership. The sample used in this research is 55 non-financial companies in Indonesia during the 2015-2019 period. The analytical method applied is the panel data regression model, using the fixed effect method. The results showed that debt has a negative effect on firm performance from an accounting-based perspective (ROA and ROE), but debt has no effect on firm performance from a market-based perspective (Tobin's Q). These results are in accordance with the Signaling Theory where due to its negative influence on company performance, debt becomes a signal (in this case, a negative signal) for investors in making investment decisions. This result is also in accordance with the pecking order theory, where debt is not a priority for companies in seeking funding, because of its negative effect. There are different results regarding the moderation of institutional ownership on the effect of debt on company performance. Institutional ownership is able to moderate debt on company performance from an accounting-based perspective (ROA and ROE), but institutional ownership is not able to moderate debt on company performance from a market-based perspective (Tobin's Q). These results are in accordance with the Signaling Theory where because of the moderating effect on the effect of debt on firm performance, institutional ownership becomes a signal (in this case, a positive signal) for investors in making investment decisions. These results are also in accordance with Agency Theory because institutional ownership which can moderate company performance is evidence that there is good corporate governance.

Keyword: Debt, Company Performance, Institutional Ownership

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh utang (diproksikan dengan DAR) terhadap kinerja perusahaan (diproksikan dengan Tobin's Q, ROA, dan ROE) dengan moderasi dari kepemilikan institusional. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 55 perusahaan non keuangan di Indonesia selama periode 2015-2019. Metode analisis yang diterapkan adalah model regresi data panel, dengan menggunakan metode fixed effect. Hasil penelitian menunjukkan bahwa utang berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan dalam perspektif berbasis akuntansi (ROA dan ROE), tetapi utang tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dalam perspektif berbasis pasar (Tobin's Q). Hasil ini sesuai dengan Teori Sinyal (*Signalling Theory*) dimana karena pengaruhnya yang negatif terhadap kinerja perusahaan, utang menjadi sinyal (dalam hal ini, sinyal negatif) bagi investor dalam mengambil keputusan

investasi. Hasil ini juga sesuai dengan *pecking order theory*, dimana utang tidak menjadi prioritas perusahaan dalam mencari pendanaan, karena pengaruhnya yang negatif. Terdapat hasil yang berbeda mengenai moderasi kepemilikan institusional kepada pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan. Kepemilikan institusional mampu memoderasi utang terhadap kinerja perusahaan dalam perspektif berbasis akuntansi (ROA dan ROE), tetapi kepemilikan institusional tidak memoderasi utang terhadap kinerja perusahaan dalam perspektif berbasis pasar (Tobin's Q). Hasil ini sesuai dengan Teori Sinyal (*Signalling Theory*) dimana karena efek moderasinya kepada pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan, kepemilikan institusional menjadi sinyal (dalam hal ini, sinyal positif) bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Hasil ini juga sesuai dengan Teori Agensi (*Agency Theory*), karena kepemilikan institusional yang dapat memoderasi kinerja perusahaan menjadi bukti bahwa terdapat tata kelola perusahaan yang telah berjalan.

Kata kunci: Utang, Kinerja Perusahaan, Kepemilikan Institusional

PENDAHULUAN

Untuk bertahan dan tetap relevan, perusahaan harus memiliki tujuan yang jelas. Tujuan-tujuan ini dapat dilihat baik dalam perspektif jangka pendek maupun jangka panjang. Salah satu contoh tujuan jangka pendek adalah memaksimalkan keuntungan melalui optimalisasi pemanfaatan sumber daya yang ada. Kemudian salah satu tujuan jangka panjang perusahaan adalah mempertahankan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan sangat penting karena merupakan salah satu tolak ukur utama dalam melihat baik buruknya suatu perusahaan, terutama bagi perusahaan besar yang telah menjadi emiten di bursa. Bagi perusahaan-perusahaan tersebut, memaksimalkan kinerja merupakan salah satu tujuan utama karena perusahaan yang berkinerja tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan dan menjadi jaminan utama untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang telah menanamkan modalnya di perusahaan tersebut (Pertiwi & Pratama, 2012).

Salah satu aspek yang dapat menentukan kinerja perusahaan adalah keputusan pendanaan yang baik. Dalam mempertimbangkan apakah akan menggunakan kas dari sumber internal (laba ditahan atau depresiasi) atau pendanaan eksternal (utang dan ekuitas), perusahaan harus mempertimbangkan keuntungan dan kerugian karena masing-masing sumber dana memiliki konsekuensi dan karakteristik keuangan yang berbeda (Suta et al., 2016). Utang merupakan salah satu pilihan pendanaan yang dapat dipertimbangkan oleh perusahaan. Rajagukguk et al. (2019) menjelaskan bahwa kebijakan utang perusahaan merupakan hal yang krusial untuk diperhatikan karena menentukan proporsi pendanaan untuk membiayai kebutuhan perusahaan.

Bui (2020) menjelaskan bahwa manfaat terbesar menggunakan utang adalah *tax shield*. Manfaat ini menurunkan pajak penghasilan yang wajib dibayar perusahaan karena perusahaan harus membayar bunga utangnya terlebih dahulu sebelum labanya dikenakan pajak. Dengan demikian, penggunaan utang dapat berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Namun, penggunaan utang juga dapat membuat perusahaan lebih rentan terhadap risiko keuangan. Terlalu banyak utang yang tidak efisien dapat menempatkan perusahaan pada risiko kebangkrutan. Kemudian Dawar (2014) menambahkan bahwa manfaat lain dari penggunaan utang adalah mensinergikan kepentingan manajer perusahaan dan pemegang saham, yang tidak selalu selaras secara sempurna. Konflik antara manajer dan pemegang saham muncul karena manajer cenderung memaksimalkan kepentingannya daripada kepentingan perusahaan karena pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Untuk mengatasi ini, menerbitkan utang dapat menurunkan biaya keagenan dan mempengaruhi kinerja perusahaan dengan mendisiplinkan atau mendorong manajer untuk bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham.

Berbicara tentang pemegang saham, salah satu bentuk struktur kepemilikan saham perusahaan adalah kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional adalah kepemilikan

saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan institusi lainnya. Adanya kepemilikan saham oleh investor institusional akan mendorong peningkatan kinerja manajemen pengawasan yang lebih optimal (Fadillah, 2017). Kemudian Fazlzadeh et al. (2011) mengemukakan bahwa alasan utama mengapa kepemilikan institusional lebih memenuhi syarat untuk melakukan pengawasan adalah karena mereka cenderung memiliki sumber daya dan kemampuan yang tepat untuk mengawasi pengambilan keputusan manajemen. Wulandari (2013) juga menambahkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat pula kontrol eksternal terhadap perusahaan, yang membuat pihak manajemen lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, sehingga mengurangi biaya keagenan yang dialami perusahaan.

Mengenai pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan, beberapa penelitian memiliki pendapat yang berbeda mengenai hal ini. Penelitian dari Okiro et al. (2015), Ghayas & Akhter (2018), dan Kusumawati & Rosady (2018) menyatakan bahwa utang berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Dalam studi tersebut, kinerja perusahaan diperiksa dengan menggunakan perspektif akuntansi dengan ROA dan ROE sebagai proksi. Namun, penelitian dari Bangun et al. (2017), Ibhagui & Olokoyo (2018), dan Bui (2020) menyatakan bahwa utang berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan tidak hanya dikaji dari perspektif akuntansi tetapi juga dari perspektif pasar dengan proksi Tobin's Q. Terakhir, penelitian dari Suta et al. (2016), Jeleel & Olayiwola (2017), dan Khairedayati & Aisah (2019) menyatakan bahwa utang tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Kemudian, beberapa penelitian menguji bagaimana kepemilikan institusional memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan. Penelitian dari Suta et al. (2016), Rizki & Amanah (2020), dan Aduroh & Paramu (2021) menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan. Sementara itu, penelitian dari Putri & Ahmar (2019), Lathifa et al. (2018), and Romadhona et al. (2018) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak dapat memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan. Studi-studi ini mengkaji kinerja perusahaan baik dari perspektif akuntansi, perspektif pasar, atau keduanya.

Oleh karena itu, berdasarkan latar belakang tersebut, kami tertarik untuk melakukan penelitian ini karena adanya kesenjangan dalam hasil penelitian sebelumnya yang telah kami sebutkan sebelumnya yang mengarah pada perbedaan perspektif tentang topik ini. Penelitian ini akan menggunakan dua perspektif dalam mengkaji kinerja perusahaan (akuntansi dan pasar). Oleh karena itu, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi baru dalam pembahasan ini. Selain itu, penelitian ini memiliki kebaruan pada objek penelitiannya (perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia) dan periode penelitian (2015-2019). Oleh karena itu, tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019 dan untuk menguji secara empiris moderasi kepemilikan institusional dalam pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.

TINJAUAN LITERATUR

Signalling Theory

Dalam penelitian ini, teori yang digunakan sebagai *grand theory* adalah *signalling theory* (teori sinyal). Rizki & Amanah (2020) menjelaskan bahwa teori ini membahas suatu tindakan yang harus dilakukan oleh manajemen untuk menyampaikan informasi kepada pengguna laporan keuangan. Informasi ini merupakan bentuk pertanggungjawaban manajemen kepada publik sebagai bukti kinerja perusahaan yang ada. Sari & Priyadi (2016) menjelaskan bahwa teori sinyal membahas ketimpangan informasi antara pihak internal dan eksternal.

Manajemen perusahaan biasanya memiliki lebih banyak informasi tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya daripada investor. Untuk menghindari ketidakseimbangan informasi ini, manajemen perusahaan menerbitkan laporan tahunan yang berisi informasi terkait kinerja perusahaan untuk tahun tersebut. Laporan ini akan menjadi sinyal bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Sinyal yang diberikan dapat dipersepsikan sebagai sinyal positif (*good news*) atau sinyal negatif (*bad news*).

Cabaleiro-Cerviño & Burcharth (2020) menjelaskan unsur-unsur teori sinyal yang meliputi: pemberi sinyal, sinyal itu sendiri, penerima sinyal, umpan balik yang dikirim ke pemberi sinyal, dan lingkungan pensinyalan. Pemberi sinyal adalah pihak yang memiliki informasi berguna yang tidak dapat diperoleh orang lain. Dalam konteks ini, perusahaan adalah pihak yang bertindak sebagai pemberi sinyal. Kemudian sinyal itu sendiri adalah informasi yang dapat dikirimkan oleh satu pihak ke pihak lain. Informasi ini terutama mencakup atribut-atribut perusahaan yang diharapkan dapat disampaikan secara jujur, kredibel, dan dapat diandalkan. Penerima sinyal, elemen ketiga, mengacu pada pihak luar yang menerima informasi dari pemberi sinyal yang dimaksud. Setelah sinyal diterima, pemberi sinyal mendapat umpan balik dari penerima, seperti tindakan yang harus diambil hanya setelah menerima sinyal (misalnya berinvestasi). Lingkungan pensinyalan mewakili media yang digunakan dalam mentransmisikan sinyal. Media ini memiliki konteks fisik dan sosial di mana proses pensinyalan berlangsung yang dapat menyebabkan distorsi, kompleksitas, dan faktor eksternal lainnya yang mempengaruhi hubungan antara pemberi sinyal dan penerima.

Pecking Order Theory

Teori lain yang relevan dengan penelitian ini adalah teori *pecking order*. Ghayas & Akhter (2018) menjelaskan bahwa perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal untuk memenuhi kebutuhan modalnya. Perusahaan menggunakan laba ditahan mereka terlebih dahulu, kemudian pembiayaan utang, dan akhirnya sumber ekuitas. Hal ini didasarkan pada dua faktor: biaya modal dan penyebaran informasi tentang perusahaan. Sumber dana internal tidak memiliki biaya keuangan yang terkait dengannya seperti dalam kasus pembiayaan utang dan ekuitas, sehingga sumber internal adalah pilihan utama perusahaan. Selain itu, pembiayaan eksternal seperti utang dan ekuitas memerlukan informasi penting tentang kesehatan perusahaan yang dapat mengubah nilai yang dirasakan calon investor terhadap aset perusahaan. Dengan demikian, manajer mencoba meminimalkan aliran informasi negatif yang tidak disengaja kepada investor dengan memilih sumber internal daripada sumber eksternal.

Bae et al. (2016) menjelaskan teori *pecking order* memberikan implikasi yang signifikan terhadap proses *debt signaling*. Ide pokok dari teori ini adalah adanya prioritas untuk memilih sarana pembiayaan, dimana di antara sumber pendanaan seperti dana internal, utang, dan ekuitas, perusahaan memprioritaskan dana internal kecuali dana eksternal (utang dan ekuitas) diperlukan. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan lebih memilih utang daripada ekuitas. Perusahaan mengambil ekuitas dengan prioritas terendah karena ekuitas membawa kepemilikan eksternal ke dalam perusahaan, dan memberikan kepemilikan kepada pihak luar memberikan risiko tambahan. Dengan demikian, urutan kekuasaan sumber pembiayaan adalah sebagai berikut: dana internal pertama, diikuti oleh utang, dan kemudian ekuitas.

Trade-Off Theory

Teori lain yang juga relevan dengan penelitian ini adalah teori *trade-off*. Aduroh & Paramu (2021) menjelaskan bahwa *trade-off theory* memperdagangkan manfaat pajak dari pembiayaan utang dengan masalah yang disebabkan oleh potensi kebangkrutan. Hal ini muncul karena adanya tax shield yang terjadi saat membayar suku bunga utang sehingga mengurangi

beban pajak. Biaya yang terkait dengan pembiayaan utang adalah biaya kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Trade-off theory menjelaskan bahwa jika tingkat utang rendah, manfaat tax shield atas dana tambahan akan berada di atas biaya kebangkrutan.

Kemudian Ghayas & Akhter (2018) menjelaskan bahwa teori ini mengusulkan agar perusahaan menyeimbangkan berbagai biaya dan manfaat dari penggunaan utang untuk menciptakan struktur modal yang optimal. Ada tiga faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal. Pertama, pembayaran bunga mengurangi pajak perusahaan karena bunga adalah beban yang dapat dikurangkan dari pajak dan meningkatkan arus kas setelah pajak. Kedua, karena biaya keagenan, yaitu biaya yang dikeluarkan untuk mengawasi manajer agar bertindak demi kepentingan pemegang saham. Ketiga, biaya kebangkrutan muncul karena kemungkinan default utang perusahaan. Biaya kebangkrutan meningkat dengan tingkat utang setelah titik optimal. Teori ini mengarah pada keputusan keuangan yang akurat karena mempertimbangkan margin keuangan perusahaan dan kemungkinan masa depan.

Agency Theory

Teori selanjutnya yang juga relevan adalah *agency theory* (teori agensi). Teori ini berkaitan dengan hubungan antara prinsipal dan agen (Jensen & Meckling, 1976). Prinsipal adalah pihak yang memberikan wewenang kepada agen atau pihak yang mengontrak agen. Sedangkan agen adalah pihak yang dipekerjakan oleh prinsipal. Menurut teori ini, permasalahan dalam tata kelola perusahaan sering terjadi antara prinsipal dan agen berdasarkan perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak, yang disebut konflik keagenan. Konflik keagenan adalah konflik dimana agen mengutamakan kepentingan pribadi sedangkan prinsipal mengutamakan kepentingan perusahaan. Hal ini juga menciptakan ketidakseimbangan informasi yang menjadi penyebab konflik. Konflik ini menyebabkan agen bertindak bertentangan dengan keinginan prinsipal.

Kemudian, menurut Taliyang & Jusop (2011), teori agensi adalah konsep mekanisme kontrol untuk mengurangi potensi konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Hal ini dilakukan dengan menerapkan mekanisme pengawasan tata kelola terhadap struktur dewan untuk menyelaraskan kepentingan berbagai pihak dan sebagai langkah untuk menghindari penyimpangan atau kecurangan. Menurut Cuomo et al. (2013), teori agensi dapat dianggap sebagai teori tentang hubungan keagenan yang muncul ketika satu pihak (prinsipal) mempekerjakan pihak lain (agen) untuk melakukan suatu layanan dan mendelegasikan wewenang untuk membuat keputusan kepada agen. Jika keputusan agen merugikan prinsipal, maka akan timbul masalah keagenan.

Pengembangan Hipotesis

Menurut Fadillah (2017), kinerja perusahaan merupakan ukuran untuk menilai keberhasilan perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan. Perusahaan sebagai bentuk organisasi memiliki tujuan tertentu yang perlu dicapai untuk memenuhi kepentingan stakeholders perusahaan. Kemudian menurut Rahmawati & Handayani (2017) kinerja perusahaan merupakan prestasi kerja suatu perusahaan dalam periode tertentu yang merupakan hasil dari operasional perusahaan sehari-hari. Dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan adalah kondisi suatu perusahaan yang dilihat melalui penilaian tertentu untuk mencerminkan kinerja perusahaan, dan dapat menandakan baik buruknya kondisi perusahaan pada periode tertentu.

Kemudian penggunaan utang dalam operasional perusahaan dikenal dengan istilah *leverage*. *Leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya dan juga dapat digunakan untuk melihat seberapa besar perusahaan dibiayai dengan dana pinjaman (Novari & Lestari, 2016). *Leverage* dapat dibedakan menjadi dua jenis, yaitu *operational leverage* dan *financial leverage*. *Operational leverage* adalah *leverage* yang

muncul ketika perusahaan menggunakan aset yang memiliki biaya operasional tetap. *Financial leverage* merupakan sumber dana atau sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk menjadi aset atau melakukan investasi (Sari & Priyadi, 2016). Salah satu penerapan *financial leverage* dalam suatu perusahaan adalah kebijakan utang, yaitu kebijakan yang dibuat oleh perusahaan untuk mendanai operasinya dengan menggunakan utang keuangan (Suardana et al., 2020).

Penelitian dari Okiro et al. (2015) menyatakan bahwa utang berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini karena meningkatnya tingkat utang akan memaksa manajer untuk berinvestasi dalam bisnis yang menguntungkan yang akan menguntungkan pemegang saham. Lagi pula, jika mereka memutuskan untuk berinvestasi dalam bisnis yang tidak menguntungkan, mereka tidak akan mampu membayar bunganya. Utang berfungsi sebagai alat pengikat atau komitmen yang membatasi inefisiensi yang dapat terjadi dalam manajemen perusahaan, setidaknya jika manajer ingin melunasi utangnya. Rasyid & Linda (2019) juga menjelaskan bagaimana utang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Salah satu keputusan penting yang harus diambil adalah bagaimana ekuitas dan utang dalam struktur modal perusahaan dapat digunakan untuk membiayai operasi perusahaan dan memaksimalkan keuntungan dengan tetap memperhatikan tingkat risiko yang terlibat pada saat yang bersamaan. Sebuah perusahaan dapat mempertahankan campuran utang dan ekuitas dalam struktur modalnya, tetapi perlu kebijakan yang lebih matang untuk memastikan apakah proporsi utang dan ekuitas memiliki manfaat yang melebihi biaya yang dikeluarkan atau tidak. Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi lain seperti perusahaan asuransi, bank, dan perusahaan investasi. Kepemilikan ini akan mendorong peningkatan pengawasan kinerja manajemen yang lebih optimal (Fadillah, 2017). Hal ini karena mereka diyakini memiliki sumber daya yang tepat dan kemampuan untuk mengawasi pengambilan keputusan manajemen. Wulandari (2013) menambahkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan dapat mengurangi biaya keagenan yang dialami perusahaan. Hal ini karena, dengan kontrol eksternal yang kuat, manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan.

Penelitian dari Rizki & Amanah (2020) menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan utang merupakan sumber pendanaan yang berisiko, sehingga manajer harus berhati-hati dalam menggunakan utang karena semakin tinggi utang menunjukkan risiko yang lebih besar bagi stakeholders dan kelangsungan hidup perusahaan. Sistem tata kelola perusahaan yang baik tentunya diperlukan untuk mengawasi segala tindakan yang dilakukan oleh manajemen dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Kemudian penelitian dari Suta et al. (2016) menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan institusional dalam perusahaan dapat membantu mengawasi dan membimbing manajemen untuk mengambil keputusan yang tepat dalam menggunakan dana.

H1. Utang berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan

H2. Kepemilikan institusional dapat memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan

METODOLOGI PENELITIAN

Objek dalam penelitian ini adalah utang, kepemilikan institusional, dan kinerja perusahaan. Sedangkan subjek penelitian ini adalah perusahaan non keuangan seperti perusahaan manufaktur, farmasi, konstruksi dan lain-lain (bukan termasuk perusahaan perbankan) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan dan laporan tahunan.

Data tersedia di website masing-masing perusahaan atau website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Penelitian ini menggunakan metode penelitian deskriptif dan asosiatif. Metode penelitian deskriptif adalah metode penelitian untuk menggambarkan fenomena yang terjadi pada saat ini atau di masa lalu. Metode penelitian asosiatif bertujuan untuk mengetahui dan menjelaskan hubungan sebab akibat antara satu variabel dengan variabel lainnya. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif karena data yang digunakan adalah angka dengan metode regresi data panel dengan observasi yang digunakan terdiri dari beberapa perusahaan (*cross section*) dan selama beberapa tahun (*time series*). Data yang diperoleh akan dianalisis untuk memberikan gambaran tentang objek yang diteliti.

Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat empat jenis variabel yang digunakan, yaitu variabel dependen, variabel independen, variabel moderasi, dan variabel kontrol.

Table 1. Variabel Penelitian

No.	Variabel	Kategori	Indikator
1	Kinerja Perusahaan	Variabel Terikat	$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{ME} + \text{DEBT}}{\text{TA}}$ $\text{ROA} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$ $\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder Equity}}$
2	Utang	Variabel Bebas	$\text{DAR} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$
3	Kepemilikan Institusional	Variabel Moderasi	$\text{INST} = \frac{\sum \text{Shares owned by Institutions}}{\sum \text{Shares}}$
4	Kompensasi Eksekutif	Variabel Kontrol	$\text{COMP} = \text{Ln}(\text{Board of Directors Compensation})$
5	Ukuran Perusahaan	Variabel Kontrol	$\text{Size} = \text{Ln}(\text{Total Assets})$
6	Umur Perusahaan	Variabel Kontrol	$\text{Age} = \text{Year of Observation} - \text{Year of Establishment}$
7	Ukuran Dewan Direksi	Variabel Kontrol	$\text{BSIZE} = \sum \text{Board of Directors}$

Sumber: Diolah Penulis (2022)

Metode Pengambilan Sampel

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Metode ini dilakukan dengan mengambil sampel berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditentukan. Kriteria yang digunakan adalah:

Tabel 2. Kriteria Purposive Sampling

Kriteri	Sampel
Seluruh perusahaan non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama 2015-2019.	420
Perusahaan yang tidak menyajikan laporan tahunan/keuangan selama lima tahun berturut-turut dari tahun 2015-2019.	(150)
Perusahaan yang tidak mencantumkan data yang diperlukan untuk penelitian dalam laporan tahunan/keuangan mereka selama lima tahun berturut-turut dari 2015-2019.	(155)
Perusahaan yang mencantumkan data laporan keuangan dalam mata uang selain Rupiah	(60)
Jumlah Sampel	55
Jumlah Observasi (Jumlah Sampel x 5 Tahun)	275

Sumber: Diolah Penulis (2022)

Metode Analisis Data

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel dan *moderated regression analysis* (MRA). Regresi data panel merupakan metode yang menggabungkan data *cross-section* dan data *time series*, dimana unit *cross-section* yang sama diukur pada waktu yang berbeda (Ghozali & Ratmono, 2017). Dalam data *time series*, satu atau lebih variabel akan diamati dalam satu unit pengamatan dalam waktu tertentu. Sedangkan data potong lintang adalah pengamatan dari beberapa satuan pengamatan pada satu titik waktu. Jika jumlah satuan waktu sama untuk setiap individu, maka data tersebut disebut *balanced data panel*. Sebaliknya, jika jumlah satuan waktu berbeda untuk setiap individu, disebut *unbalanced data panel*.

MRA merupakan aplikasi pengujian dimana persamaan regresi mengandung moderasi, yang disimbolkan sebagai perkalian antara dua atau lebih variabel bebas (Ghozali & Ratmono, 2017). MRA dilaksanakan karena penelitian ini menggunakan variabel moderator. Analisis ini digunakan untuk melihat apakah variabel pemoderasi dapat memoderasi pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat, dan juga untuk mengetahui apakah variabel pemoderasi dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat.

HASIL & PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Statistics	Tobin's Q	ROA	ROE	DAR	INST	COMP	SIZE	AGE	BSIZE
Mean	25,673	0,071	0,121	0,442	0,747	23,430	29,061	40,800	5,742
Median	1,232	0,052	0,101	0,438	0,840	23,450	28,958	40,000	6,000
Maximum	1864,251	0,921	2,245	0,866	0,999	25,821	33,030	106,000	14,000
Minimum	0,213	-0,166	-0,707	0,040	0,000	20,774	23,445	7,000	2,000
Std. Dev.	182,967	0,103	0,253	0,191	0,259	1,069	1,679	19,837	2,119
Observations	275	275	275	275	275	275	275	275	275

Sumber: Diolah Penulis (2022)

Statistik ini dimaksudkan untuk menggambarkan objek penelitian tanpa perlu menarik kesimpulan umum. Pada tabel di bawah ini terlihat bahwa standar deviasi variabel Tobin's Q, ROA, dan ROE lebih tinggi dari nilai *mean* (rata-rata). Hal ini menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki variabilitas yang tinggi pada variabel-variabel tersebut. Sedangkan nilai simpangan baku variabel DAR, INST, COMP, SIZE, AGE, dan BSIZE lebih rendah dari nilai

mean (rata-rata). Hal ini menunjukkan bahwa sampel penelitian memiliki variabilitas yang rendah pada variabel-variabel tersebut.

Uji Multikolinieritas

Sebelum penelitian berlanjut ke tahap regresi data panel, diperlukan uji multikolinieritas. Uji multikolinieritas bertujuan untuk melihat apakah ada korelasi antar variabel bebas. Jika tidak ada korelasi maka penelitian dapat dilanjutkan dengan model regresi yang baik. Jika terdapat koefisien korelasi antar variabel yang mendekati atau lebih dari 0,9, maka variabel independen tersebut memiliki multikolinieritas. Pada tabel di bawah ini dapat dilihat bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada variabel-variabel yang diteliti.

Table 4. Uji Multikolinieritas

	DAR	INST	COMP	SIZE	AGE	BSIZE
DAR	1,000					
	-					
INST	-0,173	1,000				
	(0,004)***	-				
COMP	0,252	0,105	1,000			
	(0,000)***	(0,083)*	-			
SIZE	0,333	-0,115	0,507	1,000		
	(0,000)***	(0,056)***	(0,000)***	-		
AGE	-0,017	-0,192	0,235	0,112	1,000	
	(0,775)	(0,001)***	(0,000)***	(0,063)*	-	
BSIZE	0,298	-0,040	0,657	0,423	0,303	1,000
	(0,000)***	(0,504)	(0,000)***	(0,000)***	(0,000)***	-

*: *significance at <0,1 (10%)*

** : *significance at <0,05 (5%)*

***: *significance at <0,01 (1%)*

Sumber: Diolah Penulis (2022)

Regresi Data Panel

Dalam regresi data panel, terdapat tiga metode berbeda yang terdiri dari *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Sebelum memilih metode yang terbaik diperlukan beberapa pengujian yaitu uji Chow dan uji Hausman. Uji Chow digunakan untuk menentukan metode panel data antara *common effect* dan *fixed effect*. Selanjutnya dilakukan uji Hausman untuk menentukan metode data panel yang akan digunakan antara *fixed effect* dan *random effect*.

Tabel 5. Hasil Uji Chow dan Hausman

Model	Indikator	Prob. Value	
		Chow Test	Hausman Test
Model 1	<i>Tobin's Q</i>	0,000	0,0444
Model 2	ROA	0,000	0,0075
Model 3	ROE	0,000	0,0054

Sumber: Diolah Penulis (2022)

Berdasarkan hasil uji Chow, metode yang akan digunakan adalah metode *fixed effect*. Hal ini dikarenakan nilai probabilitas pada semua model lebih kecil dari 0,05. Selanjutnya berdasarkan hasil uji Hausman metode yang akan digunakan adalah *fixed effect*. Hal ini dikarenakan nilai probabilitas pada semua model lebih kecil dari 0,05. Setelah kedua pengujian tersebut dilakukan, penelitian dapat dilanjutkan ke uji regresi data panel. Hasil pengujian ini akan digunakan untuk melihat apakah hipotesis penelitian telah terpenuhi atau belum.

Tabel 6. Hasil Regresi Data Panel

<i>Variables (Prob)</i>	Model 1: Tobin's Q	Model 2: ROA	Model 3: ROE
<i>Method</i>	<i>Fixed Effect</i>	<i>Fixed Effect</i>	<i>Fixed Effect</i>
<i>Intercept</i>	15,05327	-1,636365	-4,855430
	(0,9860)	(0,0315)**	(0,0110)**
<i>DAR</i>	-1,963547	-0,371277	-1,032681
	(0,9899)	(0,0069)***	(0,0027)***
<i>INST</i>	24,92014	-0,106692	-0,461860
	(0,8084)	(0,2393)	(0,0427)**
<i>DAR*INST</i>	-3,833110	0,419168	1,342302
	(0,9841)	(0,0141)**	(0,0018)***
<i>COMP</i>	26,65257	0,002234	-0,026915
	(0,0984)*	(0,8747)	(0,4485)
<i>SIZE</i>	-11,82434	0,075265	0,243343
	(0,7110)	(0,0079)***	(0,0007)***
<i>AGE</i>	-6,930341	-0,010035	-0,026998
	(0,0901)*	(0,0056)***	(0,0030)***
<i>Bsize</i>	-0,689234	-0,002491	0,001046
	(0,8957)	(0,5908)	(0,9282)
<i>Adjusted R-Squared</i>	0,876286	0,698075	0,684253
<i>F-statistic</i>	32,81624	11,38539	10,73414
<i>Prob (F-statistic)</i>	0,000000	0,000000	0,000000
<i>Observation</i>	275	275	275

*: significance at <0,1 (10%)

**: significance at <0,05 (5%)

***: significance at <0,01 (1%)

Sumber: Diolah Penulis (2022)

Berdasarkan hasil regresi data panel, utang berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan melalui Tobin's Q, dengan nilai koefisien variabel sebesar -1,963547 dan nilai probabilitas sebesar 0,9899. Romadhona et al. (2018) menjelaskan bahwa dari sudut pandang pasar, tinggi rendahnya rasio utang suatu perusahaan di Indonesia bukanlah fokus utama investor dalam berinvestasi, sehingga tidak mempengaruhi kenaikan atau penurunan kinerja saham perusahaan secara signifikan. Putri & Ahmar (2019) menambahkan, meskipun terdapat kerugian yang dialami perusahaan ketika memiliki utang yang tinggi dari segi biaya (seperti biaya bunga pinjaman dan biaya angsuran pinjaman), biaya tersebut tidak cukup signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan, setidaknya secara *market-based*.

Namun utang berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan melalui ROA dan ROE, dengan nilai koefisien variabel negatif (-0,371277 untuk model 2 dan -1,032681 untuk model 3) dan nilai probabilitas pada Model 2 dan 3 berada pada ambang batas signifikansi (0,0069 untuk model 2 dan 0,0027 untuk model 3). Hal ini dijelaskan oleh Rizki & Amanah (2020) yang menyatakan bahwa karena utang memiliki risiko yang tinggi bagi perusahaan dan pemegang saham jika perusahaan menggunakan dana eksternal atau utang dengan nominal yang tinggi tanpa mempertimbangkan modalnya, dikhawatirkan perusahaan tidak akan rugi. mampu membayar utang beserta bunganya. Dan jika tidak diselesaikan, perusahaan bisa mengalami kesulitan keuangan. Kemudian Bui (2020) menambahkan bahwa utang yang terlalu banyak cenderung tidak efisien dan akan menyebabkan penurunan kinerja perusahaan yang cukup besar. Apalagi jika diperparah dengan dampak negatif yang dapat ditimbulkan dari gejolak ekonomi internasional dan nasional, sehingga menimbulkan banyak kendala baru yang sulit diprediksi, yang membuat penggunaan modal perusahaan semakin

tidak efisien. Perusahaan harus menghadapi lebih banyak risiko keuangan, yang secara signifikan mempengaruhi kinerja mereka, setidaknya berdasarkan basis akuntansi.

Mengenai kepemilikan institusional, berdasarkan hasil regresi data panel dapat diketahui bahwa kepemilikan institusional tidak memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan melalui proksi Tobin's Q, dengan nilai probabilitas sebesar 0,9841. Hal ini dijelaskan oleh Romadhona et al. (2018) bahwa peran kepemilikan institusional pada perusahaan publik di Indonesia masih belum dominan atau cenderung pasif dalam mengawasi kebijakan utang yang dilakukan oleh perusahaan. Hal ini menyebabkan pasar kurang memperhatikan peran kepemilikan institusional dalam kebijakan utang perusahaan. Kemudian Lathifa et al. (2018) menambahkan bahwa mayoritas perusahaan publik di Indonesia memiliki porsi kepemilikan institusional yang tidak merata, sehingga keberadaan kepemilikan institusional tidak menjadi pertimbangan bagi investor dalam mengapresiasi kinerja perusahaan, setidaknya berbasis pasar.

Namun, kepemilikan institusional memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan melalui proksi ROA dan ROE, di mana semua nilai probabilitas pada Model 2 dan 3 berada pada ambang signifikansi (0,0141 untuk model 2 dan 0,0018 untuk model 3). Hal ini dijelaskan oleh Rizki & Amanah (2020) yang menyatakan bahwa utang merupakan sumber pendanaan yang memiliki risiko tinggi, sehingga manajer harus berhati-hati dalam menggunakan utang karena semakin tinggi rasio utang perusahaan menunjukkan semakin besar risiko terhadap pemangku kepentingan dan kelangsungan hidup. dari perusahaan. Sehingga diperlukan peran pemilik institusi untuk memberikan pengawasan yang lebih tinggi. Kemudian penelitian dari Suta et al. (2016) menambahkan bahwa peningkatan kepemilikan institusional pada perusahaan dapat mengawasi manajemen dalam mengambil kebijakan utang yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Adanya pengawasan ini dapat membuat manajemen mengambil keputusan yang tepat dalam menggunakan dana karena kebijakan utang yang tinggi menyebabkan perusahaan diawasi oleh debt holder.

Selain untuk menguji hipotesis, hasil regresi data panel dapat digunakan untuk melihat nilai koefisien determinasi. Nilai ini digunakan untuk mengukur seberapa tinggi peran variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen. Koefisien determinasi terlihat pada nilai *adjusted R-squared* yang nilainya antara 0 sampai 1. Semakin mendekati 1 berarti pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen semakin tinggi. Untuk Model 1 (Tobin's Q), nilai *Adjusted R2* adalah 0,876 (87,6%). Hasil ini menunjukkan bahwa semua variabel independen yang digunakan dalam Model 1 dapat memprediksi perubahan variabel dependen (Tobin's Q) sebesar 87,6%. Sisanya (12,4%) dijelaskan oleh variabel lain. Untuk Model 2 (ROA), nilai *Adjusted R2* adalah 0,698 (69,8%). Hasil ini menunjukkan bahwa semua variabel independen yang digunakan dalam Model 2 dapat memprediksi perubahan variabel dependen (ROA) sebesar 69,8%. Sisanya (30,2%) dijelaskan oleh variabel lain. Untuk Model 3 (ROE), nilai *Adjusted R2* adalah 0,684 (68,4%). Hasil ini menunjukkan bahwa semua variabel independen yang digunakan dalam Model 3 dapat memprediksi perubahan variabel dependen (ROE) sebesar 68,4%. Sisanya (31,6%) dijelaskan oleh variabel lain.

KESIMPULAN & SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh utang yang diikuti dengan moderasi kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Subyek penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Berdasarkan hasil penelitian, dapat ditarik beberapa kesimpulan. Terdapat hasil yang berbeda mengenai pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan. Secara market-based, debt tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (diprosikan dengan Tobin's Q). Namun secara akuntansi, utang berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan

(diproksikan dengan ROA dan ROE). Kemudian terdapat hasil yang berbeda mengenai moderasi kepemilikan institusional terhadap pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan. Pada basis berbasis pasar, kepemilikan institusional tidak memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan (seperti yang diproksikan oleh Tobin's Q). Namun secara akuntansi, kepemilikan institusional dapat memoderasi pengaruh utang terhadap kinerja perusahaan (diproksikan dengan ROA dan ROE).

Implikasi

Dengan kesimpulan ini, ada beberapa implikasi. Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan ilmiah dan informatif, terutama bagi perusahaan non-keuangan, dalam membuat kebijakan yang tepat dalam memaksimalkan manfaat (dan meminimalkan biaya) dari utang sambil memanfaatkan peran moderasi kepemilikan institusional. Sehingga keberadaan mereka dapat memaksimalkan kinerja perusahaan yang tidak hanya berbasis akuntansi tetapi juga berbasis pasar. Selain itu, perusahaan juga harus dapat memberikan kompensasi yang sesuai kepada eksekutif untuk memastikan bahwa mereka dapat memberikan hasil yang baik bagi perusahaan. Kemudian, penelitian ini juga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan informatif bagi investor dalam memilih perusahaan, khususnya perusahaan non-keuangan, untuk berinvestasi. Investor dapat mengambil keputusan berdasarkan tingkat utang yang dimiliki perusahaan dan peran kepemilikan institusional dalam perusahaan. perusahaan sehingga investor dapat memilih perusahaan dengan kinerja yang baik.

Saran

Untuk penelitian selanjutnya, beberapa saran dapat diterapkan berdasarkan hasil penelitian ini. Pertama, mereka dapat menambahkan variabel independen yang mengukur faktor-faktor lain dalam perusahaan, seperti variabel *Good Corporate Governance* lainnya, dan rasio keuangan lainnya sehingga hasil penelitian akan lebih bervariasi. Kemudian penelitian selanjutnya dapat mempersempit objek penelitian, seperti meneliti perusahaan di industri makanan dan minuman, perusahaan infrastruktur, dan industri lainnya sehingga hasil penelitian dapat lebih spesifik dan relevan. Terakhir, penelitian lebih lanjut dapat memperbaharui periode penelitian, terutama periode pada masa pandemi. Mengingat periode penelitian ini tidak termasuk tahun-tahun pandemi Covid-19, maka penelitian selanjutnya dapat memasukkan periode selama pandemi untuk melihat apakah pengaruh variabel yang diteliti akan tetap relevan atau ada perubahan yang signifikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aduroh, M. S., & Paramu, H. (2021). Determinant of The Firm Value and Good Corporate Governance as A Moderating Variable : Empirical Evidence in Indonesia and Singapore Companies. *International Journal of Creative and Innovative Research in All Studies*, 3(11), 10–19.
- Bae, J., Kim, S., & Oh, H. (2016). Taming Polysemous Signals: The Role of Marketing Intensity on the Relationship between Financial Leverage and Firm Performance. *Review of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.12.002>
- Bangun, N., Tjakrawala, F. X. K., Andani, K. W., & Santioso, L. (2017). The Effect of Financial Leverage, Employee Stock Ownership Program and Firm Size on Firm Performance of Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Business and Accounting Research Journal*, 1(2), 82. <https://doi.org/10.15294/ibarj.v1i2.7>
- Bui, T. N. (2020). How do financial leverage and supply chain finance influence firm performance? Evidence from construction sector. *Uncertain Supply Chain Management*, 8, 285–290. <https://doi.org/10.5267/j.uscm.2019.12.003>
- Cabaleiro-Cerviño, G., & Burcharth, A. (2020). Licensing agreements as signals of innovation:

- When do they impact market value? *Technovation*, 98(June), 1–14.
- Cuomo, F., Zattoni, A., & Valentini, G. (2013). The effects of legal reforms on the ownership structure of listed companies. *Industrial and Corporate Change*, 22(2), 427–458.
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190–1206.
- Fadillah, A. R. (2017). Analisis Pengaruh Dewan Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan Yang Terdaftar Di Lq45. *Jurnal Akuntansi*, 12(1), 37–52. <https://doi.org/ISSN 2685-9246>
- Fazlzadeh, A., Hendi, A. T., & Mahboubi, K. (2011). The Examination of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry. *International Journal of Business and Management*, 6(3), 249–266.
- Ghayas, A., & Akhter, J. (2018). Impact of Capital Structure on Profitability: An empirical analysis of listed firms in India. *Asian Journal of Managerial Science*, 7(2), 1–6.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan program Eviews 10* (2nd ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57–82.
- Jeleel, A., & Olayiwola, B. (2017). Effect of Leverage on Firm Performance in Nigeria: A Case of Listed Chemicals and Paints Firms in Nigeria. *Global Journal of Management and Business Research: Accounting and Auditing*, 17(2), 14–24.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Khairedayati, & Aisah, A. N. (2019). Analisis Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 20(2), 141–151.
- Kusumawati, R., & Rosady, I. (2018). Pengaruh Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 9(2), 147–160. <https://doi.org/10.18196/mb.9259>
- Lathifa, A., Ahmar, N., & Mulyadi, J. M. V. (2018). Determinan Nilai perusahaan Publik Di Indonesia Dan Malaysia Dengan Kepemilikan Institusi Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Lentera Akuntansi*, 3(2).
- Novari, P., & Lestari, P. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Properti Dan Real Estate. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(9), 252428.
- Okiro, K., Aduda, J., & Omoro, N. (2015). The Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Performance of Firms Listed at the East African Community Securities Exchange. *European Scientific Journal*, 11(7), 517–546.
- Pertiwi, T. K., & Pratama, F. M. I. (2012). Pengaruh Kinerja Keuangan, Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Food and Beverage. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 14(2), 118–127. <https://doi.org/10.9744/jmk.14.2.118-127>
- Putri, M. J., & Ahmar, N. (2019). Determinan Nilai Perusahaan Publik di Indonesia dan Filipina dengan Kepemilikan Institusional sebagai Pemoderasi. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan (JRAP)*, 6(1), 51–62. <https://doi.org/10.35838/jrap.v6i01.396>
- Rahmawati, N., & Handayani, R. (2017). Analisis Pengaruh Karakteristik Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014). *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(3), 26–37.
- Rajagukguk, L., Ariesta, V., & Pakpahan, Y. (2019). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Keputusan Investasi, dan Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan.

Jurnal Inspirasi Bisnis Dan Manajemen, 3(1), 77.

- Rasyid, R., & Linda, M. R. (2019). Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Case in Indonesia. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 97, 766–776. <https://doi.org/10.2991/piceeba-19.2019.84>
- Rizki, A. A. S., & Amanah, L. (2020). Pengaruh Kebijakan Utang dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(2).
- Romadhona, P., Ahmar, N., & Dramansyah. (2018). Determinan Perbedaan Nilai Perusahaan Publik di Indonesia, Thailand, dan Singapura dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Lentera Akuntansi*, 3(2), 22–45.
- Sari, R. A. I., & Priyadi, M. P. (2016). Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Size, Dan Growth Opportunity Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 5(10), 2–17.
- Suardana, I. K., Endiana, I. D. M., & Arizona, I. P. E. (2020). Pengaruh profitabilitas, kebijakan utang, kebijakan dividen, keputusan investasi, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Kharisma*, 2(2), 137–155.
- Suta, I. W. P., Agustina, P. A. A., & Sugiarta, I. N. (2016). Pengaruh Kebijakan Utang pada Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Bisnis Dan Kewirausahaan*, 12(3), 173–185.
- Taliyang, S. M., & Jusop, M. (2011). Intellectual Capital Disclosure and Corporate Governance Structure: Evidence in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 6(12), 109–117. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n12p109>
- Wulandari, T. (2013). Analisis Pengaruh Political Connection Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan. *Analisis Pengaruh Political Connection Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan*, 2(1), 141–152.