

## Hubungan Kinerja Keuangan Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Rezky Yosepha Tarigan, Dinis Dwi Shinta Ramadhani,  
Amrie Firmansyah, Wishmy Meinawa Ikhsan

Prodi D4 Akuntansi Sektor Publik, Politeknik Keuangan Negara STAN,  
Jl. Bintaro Utama Sektor V, Bintaro Jaya, Tangerang Selatan, Banten, Indonesia

**Keywords:**

*firm value,  
financial performance,  
managerial ownership.*

**Kata Kunci:**

Nilai perusahaan, kinerja keuangan, kepemilikan manajerial

**Corresponding author\*:**

Amrie Firmansyah  
amrie@pknstan.ac.id

**ABSTRACT**

*This study aims to investigate financial performance against value. CEO share ownership is used as a moderating variable in the relationship between the two. The company's performance in this study uses economic value added (EVA). The data used in this study are sourced from the financial statements and stock prices of non-financial companies listed on the Indonesian stock exchange from 2018 to 2020. The data are sourced from [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), the company's official website, and [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com). Sampling was conducted by purposive sampling with a total sample that can be used amounted to 84 observations. Research data were tested using multiple linear regression analysis for panel data. This study concludes that the company's financial performance negatively relates to firm value. Meanwhile, the CEO's share ownership did not succeed in having a moderating role in the relationship between firm performance and firm value. Based on the results of this study, the Financial Services Authority needs to increase the role of monitoring the company's performance in aligning the interests of investors.*

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan saham CEO digunakan sebagai variabel moderasi dalam hubungan di antara keduanya. Kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini menggunakan *economic value added* (EVA). Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari laporan keuangan dan harga saham perusahaan non keuangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode tahun 2018 sampai dengan tahun 2020. Data bersumber dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), laman resmi perusahaan dan [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com). Pemilihan sampel dilakukan dengan *purposive sampling* dengan total sampel yang dapat digunakan berjumlah 84 observasi. Pengujian data penelitian menggunakan analisis regresi linier berganda untuk data panel. Penelitian ini menyimpulkan bahwa kinerja keuangan perusahaan memiliki hubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, kepemilikan saham CEO tidak berhasil memiliki peran moderasi dalam hubungan antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini, Otoritas Jasa Keuangan perlu meningkatkan peran pengawasan atas kinerja keuangan dalam menyalurkan kepentingan investor.

## Pendahuluan

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang dinilai dapat mencerminkan kesejahteraan pemegang sahamnya (Brigham & Houston, 2019). Kualitas kinerja keuangan perusahaan *go public* salah satunya dapat dinilai melalui nilai perusahaan (Putra & Lestari, 2016). Informasi mengenai kinerja keuangan perusahaan di pasar modal yang direpresentasikan oleh harga saham dapat digunakan investor dalam pengambilan keputusan investasi (Nisasmara & Musdholifah, 2016). Kepercayaan investor terhadap perusahaan dan prospeknya meningkat seiring peningkatan harga saham perusahaan. Perusahaan berusaha untuk membuat keputusan dan kebijakan yang diyakini mampu meningkatkan nilai perusahaannya dalam jangka panjang (Firmansyah, Setiawan, et al., 2020). Investor memberikan peranan besar pada keberlangsungan perusahaan melalui aliran modal. Dana yang diperoleh perusahaan dapat dimanfaatkan untuk ekspansi bisnis, tambahan modal kerja, dan sebagainya (Firmansyah, Setiawan, et al., 2020).

Informasi yang diungkapkan perusahaan kepada publik, terutama yang terkait dengan keuangan perusahaan, berpotensi memengaruhi respon investor (Firmansyah, Utami, et al., 2020). Respon investor yang ditunjukkan dengan harga saham pada pasar modal menentukan nilai perusahaan (Firmansyah & Purnama, 2020). Ketika terjadi pandemi COVID-19, seluruh dimensi terkena dampaknya, tak terkecuali perekonomian di Indonesia. Pada tahun 2021, IHSG kuartal pertama melemah hingga 6,81% dan per Mei 2021 IHSG secara year-to-date terkoreksi 3,65% (Suryahadi, 2021). Salah satu penyebabnya adalah neraca perdagangan Indonesia awalnya diperkirakan surplus, namun realisasinya mengalami penurunan. Hal ini mengindikasikan adanya perlambatan pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Selain itu, kondisi ini juga dipicu oleh ekspansi ekonomi Amerika Serikat yang mengakibatkan peningkatan tajam pada inflasi dan tingkat pengangguran di Amerika Serikat (Bumn.info, 2021). Ketidakpastian kondisi ekonomi secara makro mengakibatkan investor enggan berinvestasi pada perusahaan yang dinilai tidak dapat mengantisipasi risiko, yang berdampak pada penurunan harga saham (Firmansyah, Setiawan, et al., 2020). Turunnya harga saham juga mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Pada kondisi yang ideal, harga saham seharusnya mencerminkan kinerja keuangan perusahaan, misalkan dari angka-angka pada laporan

keuangan. Namun, harga saham perusahaan tidak selalu menunjukkan kinerja keuangan perusahaan sesungguhnya karena ada faktor multidimensi yang memengaruhi harga saham. Beberapa faktor yang memengaruhi harga saham antara lain situasi sektor usaha, ekonomi dunia, dan berita yang beredar.

Kinerja keuangan yang berdasarkan angka-angka pada laporan keuangan tidak selalu merefleksikan nilai perusahaan. Kondisi ini diakibatkan adanya perbedaan perspektif antara investor selaku pemegang saham dengan manajer. Teori keagenan menjelaskan bahwa pihak manajemen dan pemilik perusahaan mempunyai tujuan yang tidak sejalan (Jensen & Meckling, 1976). Tanggung jawab utama untuk memaksimalkan keuntungan perusahaan seharusnya dipegang oleh manajer selaku agen. Namun, manajer juga memiliki tujuan untuk memaksimalkan kekayaan mereka sendiri (Jensen & Meckling, 1976). Adanya insentif bagi manajer untuk menggunakan asumsi akuntansi yang berpotensi menguntungkan pihak manajemen melalui angka dalam laporan keuangan. Dengan demikian, pengujian nilai perusahaan perlu dilakukan dengan data dan informasi yang diberikan oleh perusahaan dalam bentuk laporan keuangan.

Penelitian sebelumnya telah menguji faktor-faktor yang diperkirakan mampu menjelaskan nilai perusahaan, diantaranya melalui ukuran perusahaan (Pratama & Wiksuana, 2016; Rudangga & Sudiarta, 2016; Sari & Wahidahwati, 2021; Suwardika & Mustanda, 2017), profitabilitas (Astuti & Yadnya, 2019; Hernomo, 2017; Marwa et al., 2017; Nofrita, 2013; Suffah & Riduwan, 2016; Utama & Lisa, 2018), pengungkapan tanggung jawab sosial (Aryanto & Setyorini, 2019; Davita et al., 2022; Erkanawati, 2018; Firmansyah, Febrian, et al., 2021; Gaol et al., 2021; Ihsani et al., 2021; Kurniawan et al., 2018; Latifah & Luhur, 2017; Masruroh & Makaryanawati, 2020; Praptama et al., 2022; Putri et al., 2020; Rahardjo & Murdani, 2016), tata kelola perusahaan (Firmansyah, Husna, et al., 2021; Firmansyah, Setiawan, et al., 2020; Ticoalu et al., 2021), pengungkapan manajemen risiko (Ticoalu et al., 2021), *leverage* (Christiani & Herawaty, 2019; Firmansyah, Setiawan, et al., 2020; Hernomo, 2017; Utama & Lisa, 2018), *cash holding* (Emanuel et al., 2022; Firmansyah, Setiawan, et al., 2020), manajemen laba (Darwis, 2012; Lestari & Ningrum, 2018; Prayoga, 2018; Sugiono, 2020), kinerja keuangan (Harningsih et al., 2019; Haryanto et al., 2018; Mudjijah et al., 2019; Sianturi, 2020; Suranto et al., 2017; Ulfa & Asyik, 2018), penerapan nilai wajar (Geno & Firmansyah, 2022),

penghindaran pajak (Irawan & Turwanto, 2020; Lestari & Ningrum, 2018; Soerzawa et al., 2018; Sugiono, 2020; Widodo & Firmansyah, 2021), kepemilikan manajerial (Anita & Yulianto, 2016; Christiani & Herawaty, 2019; Firmansyah, Jadi, et al., 2021; Nuryono et al., 2019), kebijakan dividen (Bahrun et al., 2020; Hernomo, 2017; Nofrita, 2013; Salman et al., 2020; Senata, 2016), *asset tangibility* (Agustiawan et al., 2021; Ariyanti, 2019), instrumen derivatif (Firmansyah & Purnama, 2020; Novianti & Firmansyah, 2020), modal intelektual (Gaol et al., 2021), aset pertambangan (Amanta et al., 2022) dan ukuran perusahaan (Amanta et al., 2022; Pratama & Wiksuana, 2016; Rudangga & Sudiarta, 2016).

Kinerja keuangan perusahaan menjadi faktor yang cukup penting, alasannya adalah kinerja keuangan perusahaan dapat memengaruhi pengukuran dan juga dipakai menjadi media untuk mengamati jika perusahaan berkembang atau malah menurun (Zuliarni, 2012). Kinerja merupakan kapabilitas perusahaan dalam mencapai objektivitasnya melalui efektivitas dan efisiensi dalam pemanfaatan aset yang dimiliki. Kinerja merupakan gambaran tingkatan pertumbuhan suatu perusahaan dalam meraih tujuannya apabila diukur perbandingannya terhadap kinerja sebelumnya ataupun kinerja keuangan perusahaan lain dalam industri serupa (*benchmarking*), dan sejauh apa perusahaan mencapai target tertentu sesuai ketetapan (Brigham & Houston, 2019). Secara umum kinerja keuangan perusahaan dapat diukur melalui komponen-komponen data dan informasi pada laporan keuangan. Nilai perusahaan yang digambarkan dengan harga saham perusahaan di pasar modal mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di publikasi perusahaan, yaitu laporan keuangan (Scott, 2015).

Haryanto et al. (2018), Mudjijah et al. (2019) dan Ulfa & Asyik (2018) menyimpulkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Harningsih et al. (2019), Sianturi (2020) dan Suranto et al. (2017) menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Adanya perbedaan pengujian sebelumnya mengakibatkan pengujian kinerja keuangan perusahaan terhadap nilai perusahaan perlu untuk dilakukan kembali.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian sebelumnya, kinerja keuangan lebih banyak dikaitkan dengan profitabilitas dan proksi *return on assets* dan *return on equity*, sedangkan kinerja keuangan dalam penelitian ini menggunakan proksi *economic value added* (EVA). Penggunaan EVA sebagai alat pengukuran kinerja mempunyai kelebihan karena dapat lebih merepresentasikan laba ekonomi dibandingkan dengan pendekatan lainnya yang lebih merepresentasikan laba akuntansi (Sobahi et al., 2019). Selain itu, penelitian ini juga memasukkan kepemilikan CEO sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Sementara itu, penelitian sebelumnya menggunakan penggunaan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi dalam hubungan kinerja keuangan dan nilai perusahaan diukur dengan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh seluruh direksi (Afidah, 2014; Henrita & Inggarwati, 2021; Ulfa & Asyik, 2018; Widhiarti & Sapari, 2020).

CEO merupakan pimpinan puncak yang memiliki kewenangan atas kegiatan operasi perusahaan sehingga dapat memiliki pengaruh atas perilaku pegawai dibawahnya (Firmansyah, Jadi, et al., 2021). Sebagai manajer puncak, CEO lebih mengetahui informasi internal perusahaan sehingga CEO dapat mengambil kebijakan sesuai dengan keinginan dan motifnya. Untuk meminimalisir risiko kebijakan CEO yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham, CEO diberikan kewenangan untuk memiliki saham perusahaan (Firmansyah, Jadi, et al., 2021). Kepemilikan saham oleh CEO diharapkan dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga manajer dapat meningkatkan upaya dalam peningkatan nilai perusahaan sebagaimana yang dikehendaki oleh pemegang saham.

Masalah konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham muncul karena adanya informasi asimetri di antara keduanya. Kepemilikan saham oleh CEO mewakili salah satu proksi penerapan tata kelola perusahaan yang baik yaitu kepemilikan manajerial. Penggunaan proksi ini diharapkan dapat mengurangi risiko yang dapat terjadi akibat adanya asimetri informasi dan konflik kepentingan. Tujuan dari penerapan tata kelola perusahaan yang baik adalah mengarahkan dewan komisaris, direksi, serta pemegang saham agar memiliki nilai moral yang baik dan patuh pada

peraturan yang berlaku ketika akan mengambil keputusan dan melakukan suatu tindakan (KNKG, 2021). Kepemilikan saham oleh CEO diharapkan dapat efektif dalam menyelaraskan kepentingannya dengan pemegang saham karena CEO selaku bagian dari manajer ikut terlibat dalam setiap keputusan yang diambil serta turut menanggung kerugian jika terdapat keputusan yang tidak benar (Taner & Nasikin, 2020). Hasil pengujian dalam penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Anita & Yulianto, 2016; Christiani & Herawaty, 2019). Kepemilikan saham oleh CEO menjadi bagian dalam kepemilikan saham manajerial. Keputusan CEO dalam perusahaan merupakan keputusan yang paling terlihat (Firmansyah, Jadi, et al., 2021). Dengan demikian, kepemilikan saham oleh CEO diharapkan dapat memiliki peran dalam peningkatan terkait dengan penyelarasan kepentingan pemegang saham.

Penelitian ini menggunakan profitabilitas, *leverage*, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan *asset tangibility* sebagai variabel kontrol. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan berdasarkan modal, aset, dan tingkat penjualan (Hernomo, 2017). Profitabilitas yang semakin tinggi menunjukkan potensi perusahaan akan semakin baik di masa depan sehingga dapat mempengaruhi persepsi investor. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Astuti & Yadnya (2019), Hernomo (2017), Marwa et al. (2017), Nofrita (2013), Suffah & Riduwan (2016), dan Utama & Lisa (2018) menunjukkan profitabilitas memiliki pengaruh positif atas nilai perusahaan.

*Leverage* adalah sebuah rasio untuk menggambarkan seberapa besar perusahaan memakai pembiayaan utang (Brigham & Houston, 2019). Penggunaan utang bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Semakin tinggi pembiayaan utang yang digunakan dapat meningkatkan nilai perusahaan dikarenakan adanya penghematan pajak. Di sisi lain, tingginya pembiayaan utang dapat menurunkan nilai perusahaan karena meningkatkan risiko kepailitan serta dapat menimbulkan masalah keagenan (Hernomo, 2017). Hernomo (2017) dan Utama & Lisa (2018) menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan sebuah kebijakan yang dilakukan perusahaan dalam rangka menentukan proporsi keuntungan yang akan dibayarkan kepada investor berdasarkan total kepemilikan sahamnya (Senata, 2016). Apapun kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan,

baik pembayaran yang lebih besar ataupun yang lebih kecil akan selalu memberi pengaruh terhadap nilai perusahaan (Hernomo, 2017). Penelitian sebelumnya yang dilakukan Hernomo (2017), Nofrita (2013) dan Senata (2016) menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan adalah gambaran secara umum atas keseluruhan aset milik perusahaan (Pratama & Wiksuana, 2016). Ukuran perusahaan yang semakin besar mempermudah perusahaan dalam mendapatkan sumber dana baik dari eksternal maupun internal (Rudangga & Sudiarta, 2016). Pratama & Wiksuana (2016) dan Rudangga & Sudiarta (2016) membuktikan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif atas nilai perusahaan.

*Asset tangibility* merupakan sebuah rasio yang menggambarkan besaran nilai aktiva tetap dari total aktiva (Ariyanti, 2019). Semakin besar kepemilikan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan, maka semakin mudah perusahaan mendapatkan pendanaan dari hutang karena dapat memberikan jaminan lebih kepada perbankan dan lembaga keuangan lainnya atas struktur modal dan nilai perusahaan (Agustiawan et al., 2021). Agustiawan et al. (2021) dan Ariyanti (2019) menemukan bahwa *asset tangibility* memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap literatur dalam konteks riset akuntansi keuangan berbasis pasar modal khususnya mengenai nilai perusahaan dan reaksi investor. Penelitian ini juga diharapkan dapat dijadikan sebagai rujukan bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk memperbaiki serta menyempurnakan kebijakan-kebijakan perlindungan investor dan implementasi tata kelola perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## **Telaah Literatur dan Pengembangan Hipotesis**

Teori keagenan menjelaskan bahwa fungsi manajemen dan kepemilikan pada suatu perusahaan merupakan hal yang berbeda (Arwani et al., 2020). Hubungan keagenan muncul ketika prinsipal mempekerjakan agen untuk memberikan jasa yang disertai dengan pelimpahan wewenang *decision-making* kepada agen (Wongso, 2012). Hal tersebut potensial untuk menimbulkan *agency problem* karena adanya perbedaan kepentingan (Arwani et al., 2020). Dalam konteks perusahaan,

prinsipal adalah pemegang saham sedangkan agen adalah manajer. Jika dikaitkan dengan sifat dasar manusia yang cenderung oportunistik, terdapat kemungkinan manajer justru malah mengutamakan kepentingan pribadinya (Putra & Rakhmawati, 2016). Situasi ini juga didorong oleh asimetri informasi, di mana manajer memiliki pengetahuan yang lebih memadai terkait perusahaan dibandingkan pemegang saham (Firmansyah, Jadi, et al., 2021). Dengan demikian, manajer memiliki kesempatan untuk mengambil keputusan yang berpotensi menguntungkan dirinya.

Manajemen lebih memiliki insentif untuk meningkatkan kemakmuran pribadi dibandingkan kemakmuran pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Padahal, manajemen sebagai agen seharusnya memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui kinerja keuangan perusahaan, salah satunya. Kinerja keuangan adalah salah satu indikator fundamental yang mencerminkan kinerja keuangan perusahaan (Nainggolan & Listiadi, 2014). Selain itu, kinerja keuangan perusahaan menjadi dasar penilaian bagi investor (Nainggolan & Listiadi, 2014). Tingginya harga saham berpengaruh pada tingginya nilai perusahaan yang dampaknya dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Firmansyah, Husna, et al., 2021). Namun adanya asimetri informasi, pihak manajemen memiliki informasi yang lebih sempurna terkait kondisi keuangan perusahaan, sehingga manajemen memiliki diskresi dalam mempengaruhi informasi dalam laporan keuangan (Scott, 2015).

Tujuan utama dari sebuah perusahaan adalah untuk memaksimalkan laba (Brigham & Houston, 2019). Nilai perusahaan dianggap penting karena dapat merefleksikan kinerja keuangan perusahaan yang dapat memengaruhi keputusan investasi investor serta persepsinya (Kusna & Setijani, 2018). Kekayaan pemegang saham dicerminkan oleh harga pasar dari saham suatu perusahaan. Nilai perusahaan meningkatkan kemakmuran pemegang saham seiring dengan peningkatan harga saham (Scott, 2015). Tingginya nilai perusahaan berpotensi menarik investor untuk berinvestasi dalam perusahaan tersebut (Harningsih et al., 2019).

Kinerja keuangan adalah salah satu indikator yang dapat digunakan untuk melihat efektivitas dan efisiensi suatu perusahaan dalam mencapai tujuannya (Brigham & Houston, 2019). Penilaian tingkat kinerja keuangan suatu perusahaan dapat dilakukan dengan menganalisa laporan keuangan perusahaan (Maith, 2013). Informasi kinerja keuangan perusahaan dapat digunakan sebagai alat dalam



pengambilan keputusan oleh investor. Ketika kinerja keuangan perusahaan baik, nilai perusahaan akan tinggi dan begitu pula sebaliknya (Haryanto et al., 2018; Mudjijah et al., 2019; Ulfa & Asyik, 2018). Kinerja keuangan dapat menjadi indikator nilai perusahaan, sehingga investor dapat menggunakan informasi kinerja keuangan dalam pengambilan keputusan investasinya. Kinerja keuangan yang baik relevan dengan kondisi fundamental perusahaan yang berdampak pada keberlangsungan perusahaan di masa mendatang.

H1: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham adalah hal yang mendasari timbulnya isu kepercayaan pemegang saham kepada manajer perusahaan (Lisa, 2012). Konflik kepentingan meningkat seiring dengan rendahnya akses pemegang saham dalam memonitor kinerja manajer dan memastikan manajemen dapat mengakomodasi keinginan pemegang saham (Scott, 2015). Untuk meminimalisasi perbedaan kepentingan tersebut, diperlukan mekanisme untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham. Salah satu jalan yang dapat ditempuh adalah dengan memberikan saham kepada manajer (Firmansyah, Jadi, et al., 2021).

Di sisi lain, manajer memiliki insentif lebih besar dalam melakukan tindakan sesuai kepentingan prinsipal. Manajer dapat menerima bonus yang lebih tinggi apabila kinerja keuangan perusahaan meningkat (Jadi et al., 2021). Ketika manajer memiliki saham di dalam suatu perusahaan, maka manajer juga bertindak sebagai investor yang berhak atas tingkat pengembalian investasinya. Kepemilikan saham seorang manajer dapat turut menyelaraskan kepentingan pemegang saham. Hasil pengujian dalam penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Anita & Yulianto, 2016; Christiani & Herawaty, 2019). Kepemilikan saham manajer dapat meningkatkan kepercayaan investor terkait dengan upaya manajer dalam mendisiplinkan tindakan dan kebijakan yang diambil sesuai dengan kepentingan pemegang saham. CEO merupakan bagian dari manajer, namun keputusan CEO merupakan keputusan manajer dalam perusahaan yang paling terlihat.

H<sub>2</sub>: Kepemilikan CEO mampu meningkatkan hubungan positif antara kinerja keuangan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

## Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan data perusahaan nonfinansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2018 sampai dengan 2020. Data penelitian diambil dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), situs resmi perusahaan, dan [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com). Berdasarkan purposive sampling, sampel penelitian adalah sebagai berikut:

Tabel 1.  
Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Perusahaan non keuangan <i>listed</i> di BEI per 31 Desember 2021	666
Perusahaan yang tidak termasuk dalam kategori kepemilikan saham oleh CEO pada rentang tahun 2018-2020	-638
Perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan oleh CEO selama tahun 2018-2020	28
Tahun penelitian	3
Total Sampel	84

Sumber: Data diolah

Nilai perusahaan merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. Proksi nilai perusahaan menggunakan Tobin's Q sebagaimana yang digunakan oleh Firmansyah & Purnama (2020), Ihsani et al. (2021), dan Putri et al. (2020).

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{nilai pasar ekuitas} + \text{total liabilitas}}{\text{total aset}}$$

Sementara itu, kinerja keuangan perusahaan digunakan sebagai variabel independen dalam penelitian ini. Proksi kinerja keuangan dalam penelitian ini menggunakan *economic value added* (EVA). EVA menyajikan kinerja keuangan yang mempertimbangkan harapan kreditur dan investor karena EVA merupakan *true economic profit* pada tahun tertentu dan sangat berbeda dibandingkan dengan laba akuntansi (Irawan & Manurung, 2020).

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{IC} \times \text{WACC})$$

Di mana:

NOPAT	= Laba bersih operasi setelah dikurangi pajak
IC	= Modal yang diinvestasikan (total utang dan ekuitas – utang lancar)
WACC	= <i>Weighted Average Cost of Capital</i> [(D x Rd)(1 - Tax) + (E x Re)]
D (tingkat modal)	= (Total Utang/Total Utang & Ekuitas) x 100%
Rd ( <i>Cost of Debt</i> )	= (Beban Bunga/Total Utang) x 100%
Tax	= (Beban Pajak/EBT) x 100%
E (Ekuitas)	= (Total Ekuitas/Total Utang & Ekuitas) x 100%
Re ( <i>Cost of Equity</i> )	= (EBIT/Ekuitas) x 100%

Selanjutnya, kepemilikan saham CEO digunakan sebagai variabel moderasi. Proksi kepemilikan CEO yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti Firmansyah, Jadi, et al. (2021) yaitu rasio jumlah lembar saham perusahaan yang dimiliki oleh CEO dibagi dengan total lembar saham beredar.

$$\text{MOW} = \frac{\text{Jumlah saham kepemilikan oleh CEO}}{\text{Total saham beredar}}$$

Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yang terdiri dari profitabilitas, *leverage*, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan *asset tangibility*. Profitabilitas adalah ukuran mengenai kemampuan perusahaan untuk memperoleh profit melalui pemanfaatan sumber daya yang dimiliki, dalam bentuk aset, modal, dan penjualan (Kasmir, 2014). Pengukuran profitabilitas yang digunakan adalah *operating profit margin* (OPM), yaitu perbandingan antara keuntungan operasional dengan penjualan sebagaimana Firmansyah, Jadi, et al. (2021) dan Peranginangin (2019).

$$\text{OPM} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Total Penjualan}}$$

*Leverage* adalah proporsi komponen pendanaan perusahaan, baik yang berasal dari utang jangka panjang (*long term debt*) maupun dari modal sendiri. Proksi *leverage* yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti Fengju et al. (2013) dan Firmansyah, Jadi, et al. (2021).

$$\text{LEV} = \frac{\text{Total liabilitas jangka panjang}}{\text{Total aset}}$$

Kebijakan dividen menggambarkan pelaksanaan pembagian dividen pada perusahaan sebagai hasil bagi dari laba yang dapat didistribusikan dalam bentuk tunai atau saham kepada para *shareholders*. Proksi kebijakan dividen yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti Budianto & Payamta (2014) dan Mladenoska (2017) dengan variabel *dummy*, yaitu 1 apabila perusahaan memberikan dividen atas tahun yang bersangkutan dan 0 apabila tidak ada pembagian dividen selama tahun tersebut.

Nilai *asset tangibility* menunjukkan tingkatan stabilitas keuangan perusahaan bagi kreditor, dimana tingginya nilai tersebut menunjukkan banyaknya aset yang dapat dilikuidasi apabila perusahaan bangkrut. Hal tersebut akan mempermudah perusahaan dalam mencari pembiayaan

dengan biaya rendah (Ariyanti, 2019). Proksi *asset tangibility* (TANG) yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti Firmansyah, Jadi, et al. (2021).

$$TANG = \frac{\text{Total Fixed Assets}}{\text{Total Penjualan}}$$

Ukuran perusahaan terkait dengan jumlah aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang memiliki aset yang tinggi dianggap memiliki sumber daya yang memadai total aset pada perusahaan tersebut (Ticoalu et al., 2021). Proksi ukuran perusahaan (SIZE) mengikuti Ticoalu et al. (2021) dan Widodo & Firmansyah (2021) yaitu:

$$SIZE = \text{Ln}(\text{total aset})$$

Pengujian data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda untuk data panel. Dalam menguji estimasi regresi terhadap data panel, terdapat tiga model regresi yang dapat diterapkan, yaitu *Ordinary Least Squares* (OLS), *Fixed Effect Model* (FE), dan *Random Effect Model* (RE). Pengujian estimasi perlu dilakukan dalam memilih model terbaik melalui tiga jenis pengujian, yaitu *Chow Test* untuk memilih antara OLS dan FE, *Lagrange Multiplier Test* untuk memilih antara OLS dan RE, kemudian *Hausman Test* untuk memilih antara RE dan FE. Adapun model pengujian untuk hipotesis 1 adalah sebagai berikut:

$$TOBIN'SQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 OPM_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 \epsilon_{it} \dots (1)$$

Untuk model pengujian hipotesis 2 adalah sebagai berikut:

$$TOBIN'SQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 MOW_{it} + \beta_3 EVA * MOW_{it} + \beta_4 OPM_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 DIV_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 \epsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

- Di mana:
- TOBIN'S Q = Nilai perusahaan
  - EVA = Kinerja keuangan (*Economic Value Added*)
  - MOW = Kepemilikan saham oleh CEO
  - DIV = *Dividend*
  - LEV = *Leverage*
  - OPM = *Profitability*
  - TANG = *Asset tangibility*
  - SIZE = *Firm Size*

## Hasil dan Diskusi

Statistik deskriptif variabel penelitian ini dapat terlihat pada Tabel 2. Berdasarkan Tabel 2, Tobin's Q memiliki nilai rata-rata sebesar 1.1390, nilai tengah sebesar 0.9912 dan standar deviasi

sebesar 0.7065. Nilai minimum Tobin's Q sebesar 0.1859 dimiliki oleh LMPI (PT. Langgeng Makmur Industri Tbk) pada tahun 2020, sedangkan nilai maksimum Tobin's Q sebesar 3.1104 dimiliki oleh SMSM (PT Selamat Sempurna Tbk.) di tahun 2018. EVA memiliki nilai rata-rata sebesar -0.0219, nilai tengah sebesar -0.0015, dan standar deviasi sebesar 0.1022. Nilai minimum EVA sebesar -0.8065 dimiliki oleh PKPK (PT. Perdana Karya Perkasa Tbk) di tahun 2019, sedangkan nilai maksimum EVA sebesar 0.0803 dimiliki oleh SMDR (PT Samudera Indonesia Tbk) di tahun 2020. MOW (kepemilikan CEO) memiliki nilai rata-rata sebesar 8.454%, nilai tengah 0.655% dan standar deviasi sebesar 16.181%. Nilai minimum MOW sebesar 0.001% dimiliki oleh DGIK (PT Nusa Konstruksi Enjiniring Tbk) selama tahun 2018 sampai tahun 2020, sedangkan nilai maksimum MOW sebesar 66.470% dimiliki oleh PTSN (PT. Sat Nusapersada Tbk) selama tahun 2018 sampai dengan tahun 2020.

Tabel 2.  
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Var	Obs	Mean	Med.	Std Dev.	Min	Max.
Tobin's Q	84	1.1390	0.9913	0.7065	0.1859	3.1104
EVA	84	-0.0219	-0.0015	0.1022	-0.8065	0.0803
MOW	84	8.454%	0.655%	16.181%	0.001%	66.470%
SIZE	84	28.3896	28.1560	1.8704	24.9523	32.7256
TANG	84	1.5595	0.8238	2.4041	0.0911	18.7379
OPM	84	-0.0158	0.0257	0.2358	-1.662	0.2326
DIV	84	0.7143	1.0000	0.4545	0.0000	1.0000
LEV	84	0.1841	0.1392	0.1589	0.0002	0.8539

Sumber: data diolah

Hasil uji hipotesis 1, model yang fit digunakan adalah *random effect model* dengan ringkasan hipotesis sebagai berikut:

Tabel 3  
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis 1

Variabel Dependen: Tobin's Q			
Var	Coeff.	t-Stat.	Prob.
C	-0.2343	-0.1234	0.4511
EVA	-0.6138	-1.3022	0.0983 *
OPM	0.6446	2.9917	0.0018 ***
LEV	-1.1179	-2.1525	0.0172 **
DIV	-0.1985	-1.8460	0.0343 **
TANG	0.0137	0.6565	0.2567
SIZE	0.0598	0.9028	0.1847
R <sup>2</sup>	0.2227		
Adj. R <sup>2</sup>	0.1621		
F-stat.	3.6762		
Prob(F-stat.)	0.0029		

Keterangan: \*\*\*) signifikan pada level 0.01, \*\*) signifikan pada level 0.05, \*) signifikan pada level 0.1

Sumber: Data diolah

Hasil pengujian hipotesis di atas menunjukkan bahwa kinerja keuangan memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (koefisien variabel kinerja keuangan sebesar  $-0.6138$ , dengan *p-value* sebesar  $0.0983$ ). Tingkat keyakinan dalam penelitian ini masih mengakomodasi tingkat keyakinan sebesar 90% atau dengan probabilitas kesalahan sebesar 10% dalam uji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian sosial, tingkat signifikansi sebesar 10% merupakan level signifikansi yang paling rendah di antara ketiga level dalam penelitian sosial. Hasil pengujian ini berbeda dengan Harningsih et al. (2019), Haryanto et al. (2018), Mudjijah et al. (2019), Sianturi (2020), Suranto et al. (2017), dan Ulfa & Asyik (2018). Perbedaan hasil pengujian ini diduga diakibatkan adanya perbedaan penggunaan proksi kinerja keuangan. Hasil pengujian ini mengkonfirmasi penelitian dari Rahayu & Dana (2016) yang menunjukkan bahwa EVA memiliki hubungan negatif terhadap harga saham, tetapi hasil tersebut bertentangan dengan penelitian Wedyanthi & Darmayanti (2016) yang menyimpulkan bahwa EVA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan sampel penelitian ini, mayoritas perusahaan di Indonesia memiliki besaran EVA negatif, sehingga kinerja keuangan perusahaan di Indonesia yang memiliki kepemilikan saham oleh CEO pada tahun 2018-2020 mayoritas menunjukkan kinerja yang kurang baik. Kondisi ini diakibatkan pendapatan sebelum pajak perusahaan tidak mampu menutupi seluruh biaya operasi dan biaya modal perusahaan. Hal ini tentu saja dapat berpengaruh terhadap kesejahteraan pemegang saham dan persepsi investor. Namun, investor tidak sepenuhnya menjadikan informasi laporan keuangan perusahaan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan. Investor menyadari bahwa manajemen laba merupakan hal yang biasa dilakukan di Indonesia untuk tujuan tertentu, seperti tujuan untuk penghindaran pajak. Meskipun perusahaan memiliki EVA yang rendah, investor justru tetap melihat prospek yang baik dari perusahaan. Dengan demikian, nilai perusahaan dapat meningkat meskipun EVA perusahaan rendah.

Penggunaan proksi kinerja keuangan dengan EVA mungkin masih belum familiar di Indonesia. Hal ini terbukti dari manajemen perusahaan yang tidak memperhitungkan dan mencantumkan nilai EVA dalam laporan keuangannya. Selain itu, laporan ringkasan kinerja keuangan

yang diterbitkan oleh perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia tidak mengikutsertakan perhitungan EVA (Nugraha & Bahtiar, 2013). Padahal, EVA sudah banyak dipakai oleh perusahaan-perusahaan di negara lainnya dalam mengukur kinerja keuangan perusahaannya, karena EVA mampu menggambarkan *economic profit* yang lebih baik dari pada pengukuran lainnya.

Selanjutnya, hasil uji hipotesis kedua, model yang fit digunakan adalah *random effect model* dengan ringkasan sebagai berikut:

Tabel 4  
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis 2

Variabel Dependen: Tobin's Q			
Var	Coeff.	t-Stat.	Prob.
C	-0.3386	-0.1723	0.4318
EVA	0.0503	0.0311	0.4876
MOW	-0.0068	-0.0083	0.4966
EVA*MOW	-2.0780	-0.4342	0.3327
OPM	0.5977	2.5192	0.0069 ***
LEV	-1.1558	-2.2025	0.0153 **
DIV	-0.2024	-1.9086	0.0300 **
TANG	0.0144	0.6966	0.2441
SIZE	0.0638	0.9356	0.1762
R <sup>2</sup>	0.2301		
Adj. R <sup>2</sup>	0.1480		
F-stat.	2.8026		
Prob(F-stat.)	0.0090		

Keterangan: \*\*\*) signifikan pada level 0.01, \*\*) signifikan pada level 0.05, \*) signifikan pada level 0.1

Sumber: Data diolah

Hasil pengujian hipotesis di atas menunjukkan bahwa kepemilikan CEO tidak memperkuat pengaruh positif kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan (koefisien interaksi antara variabel kinerja keuangan dan kepemilikan CEO sebesar -2.0780, dengan p-value sebesar 0.3327). Penambahan kepemilikan CEO sebagai variabel moderasi dalam model 2 dalam penelitian ini menurunkan tingkat *Adjusted R<sup>2</sup>* yang semula sebesar 16.21% menjadi 14.80%. Selain itu, kepemilikan CEO dalam model penelitian juga mengakibatkan perubahan nilai Prob. beberapa variabel seperti OPM, LEV, DIV, dan termasuk EVA yang semula signifikan menjadi tidak signifikan. Dengan demikian, variabel kepemilikan CEO bukan merupakan variabel moderasi yang tepat dalam pengujian hubungan kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

Hasil pengujian ini mengkonfirmasi temuan dari Ulfa & Asyik (2018) dan Widhiarti & Sapari (2020) bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki peran moderasi dalam hubungan antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Namun, hasil pengujian dalam penelitian ini tidak sejalan dengan Afidah (2014) dan Henrita & Inggawati (2021) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh positif kinerja keuangan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan saham CEO tidak mampu memperbaiki hubungan antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Selain masih belum optimalnya penggunaan EVA di Indonesia, sebagian besar kepemilikan saham oleh CEO di perusahaan dalam jumlah yang relatif rendah. Oleh karena itu, upaya untuk meningkatkan fungsi EVA bukan merupakan tindakan yang diutamakan oleh CEO.

Di Indonesia, perusahaan yang memberikan kepemilikan saham kepada CEO masih relatif sedikit. Mayoritas kepemilikan saham oleh CEO hanya kurang dari 5% dari keseluruhan saham yang dimiliki perusahaan. Kepemilikan saham yang sedikit secara tidak langsung mengakibatkan CEO hanya berfokus pada perannya sebagai manajer, tidak mewakili pemegang saham. Jumlah kepemilikan saham yang masih rendah tidak memberikan insentif kepada CEO untuk bertindak dengan tujuan memaksimalkan nilai pemegang saham. Kepemilikan saham oleh CEO yang sedikit tidak mampu mengatasi terjadinya konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer itu sendiri. Kepemilikan saham CEO yang relatif rendah mengakibatkan CEO lebih mengejar bonus berdasarkan kinerja operasi perusahaan dibandingkan tingkat pengembalian atas saham yang dimiliki.

### **Kesimpulan, Implikasi, dan Keterbatasan**

Kinerja keuangan perusahaan memiliki hubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, kepemilikan CEO tidak memiliki peran moderasi dalam memperbaiki hubungan antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Selain penggunaan EVA yang masih belum terlalu dikenal dalam analisis investasi secara fundamental di Indonesia, masih terdapat aktivitas manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan mengakibatkan informasi laba operasi bukan menjadi satu-satunya pertimbangan dalam membuat keputusan investasi. Selain itu, CEO lebih mengutamakan perannya



sebagai manajer dibandingkan sebagai pemegang saham dan tidak memiliki banyak insentif untuk menyelaraskan tujuan manajer dan pemegang saham.

Keterbatasan penelitian ini adalah sampel yang digunakan dalam penelitian ini terbatas pada perusahaan yang memiliki data kepemilikan saham oleh CEO, sehingga eliminasi banyak dilakukan atas jumlah sampel. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan horizon waktu yang lebih panjang untuk mendapatkan hasil penelitian yang lebih komprehensif. Penelitian ini mengindikasikan bahwa fungsi monitoring yang dilakukan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) atas kinerja keuangan emiten perlu untuk ditingkatkan.

## Daftar Pustaka

- Afidah, U. (2014). *Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderating (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang listed di BEI)* [Universitas Jember]. <https://repository.unej.ac.id/handle/123456789/59453>
- Agustiawan, D., Efni, Y., & Gusnardi, G. (2021). Struktur modal dan nilai perusahaan: dipengaruhi oleh uniqueness, tangibility dan financial flexibility. *CURRENT: Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 2(2), 278–301. <https://doi.org/10.31258/jc.2.2.278-301>
- Amanta, H. P., Wahyuni, R. N., & Firmansyah, A. (2022). Peran kebijakan utang dalam respon investor atas aset pertambangan, aset tetap dan ukuran perusahaan. *Jurnal Pajak Dan Keuangan Negara (PKN)*, 4(1), 112–121. <https://doi.org/10.31092/jpkn.v4i1.1659>
- Anita, A., & Yulianto, A. (2016). Pengaruh kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Management Analysis Journal*, 5(1), 17–23. <https://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/maj/article/view/8116>
- Ariyanti, R. (2019). Pengaruh tangible asset, roe, firm size, liquidity terhadap price book value dengan struktur modal sebagai variabel intervening pada perusahaan perbankan. *Balance*, 16(1), 1–11. <http://journal.um-surabaya.ac.id/index.php/balance/article/view/2450>
- Arnova, I. (2016). Pengaruh ukuran kinerja ROA, ROE, EPS dan EVA terhadap return saham. *Ekombis Riview*, 4(1), 36–53. <https://doi.org/10.37676/ekombis.v4i1.153>
- Arwani, A., Ramadhan, M. N., & Restiara, V. (2020). *Kepemilikan manajerial dalam agency theory*. <http://repository.iainpekalongan.ac.id/269/>
- Aryanto, A., & Setyorini, C. T. (2019). Pengaruh tata kelola perusahaan dan tanggung jawab sosial terhadap nilai perusahaan sektor pertambangan. *Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, Dan Keuangan Publik*, 14(2), 181. <https://doi.org/10.25105/jipak.v14i2.5020>
- Astuti, N. K. B., & Yadnya, I. P. (2019). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(5), 3275. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i05.p25>
- Bahrin, M. F., Tifah, T., & Firmansyah, A. (2020). Pengaruh keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan dividen, dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmiah*

- Akuntansi Kesatuan*, 8(3), 263–276. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v8i3.358>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management*. Cengage Learning.
- Budianto, W., & Payamta, P. (2014). Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. *Assets: Jurnal Akuntansi Dan Pendidikan*, 3(1), 13–25. <https://doi.org/10.25273/jap.v3i1.1207>
- Bumn.info. (2021). *Prospek saham BUMN konstruksi di tengah tekanan pergerakan IHSG*. <https://www.bumn.info/info-bisnis/prospek-saham-bumn-di-tengah-tekanan-pergerakan-ihsg>
- Christiani, L., & Herawaty, V. (2019). Pengaruh kepemilikan manajerial, komite audit, leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan manajemen laba sebagai variabel moderasi. *Seminar Nasional Cendekiawan*, 5(2), 2.35.1-1.35.7. <https://doi.org/10.25105/semnas.v0i0.5824>
- Darwis, H. (2012). Manajemen laba terhadap nilai perusahaan dengan corporate governance sebagai pemoderasi. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 16(1), 45–55. <https://jurnal.unmer.ac.id/index.php/jkdp/article/view/1045>
- Davita, N., Prajaningtyas, W., & Firmansyah, A. (2022). Peran moderasi kebijakan utang pada hubungan pengungkapan keberlanjutan dan nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 14(1), 82–99. <https://doi.org/10.28932/jam.v14i1.4582>
- Emanuel, R., Antonius, J., Apriyanto, R. P., Firmansyah, A., Akuntansi, M., Tarumanagara, U., Akuntansi, M., Tarumanagara, U., Akuntansi, M., Tarumanagara, U., Akuntansi, M., & Tarumanagara, U. (2022). Dewan direksi, cash holding, nilai perusahaan: peran moderasi dari leverage. *Jurnalku*, 2(1), 54–67. <https://doi.org/10.54957/jurnalku.v2i1.143>
- Erkanawati, S. C. (2018). Pengaruh pengungkapan sustainability report terhadap nilai perusahaan pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia pada Periode 2011 – 2015. *Parsimonia*, 5(1), 83–96. <https://jurnal.machung.ac.id/index.php/parsimonia/article/view/173>
- Fengju, X., Fard, R. Y., Maher, L. G., & Akhteghan, N. (2013). The relationship between financial leverage and profitability with an emphasis on income smoothing in Iran ' s capital market. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 2(3), 156–164. <https://european-science.com/eojnss/article/view/355>
- Firmansyah, A., Febrian, W., Jadi, P. H., Husna, M. K., & Putri, M. A. (2021). Respon investor atas tanggung jawab sosial tata kelola perusahaan di Indonesia: perspektif resource based view. *E-Jurnal Akuntansi*, 31(8), 1918–1935. <https://doi.org/10.24843/EJA.2021.v31.i08.p04>
- Firmansyah, A., Husna, M. C., & Putri, M. A. (2021). Corporate social responsibility disclosure, corporate governance disclosures, and firm value in Indonesia chemical, plastic, and packaging sub-sector companies. *Accounting Analysis Journal*, 10(1), 9–17. <https://doi.org/10.15294/aa.v10i1.42102>
- Firmansyah, A., Jadi, P. H., & Sukarno, R. S. (2021). Bagaimana respon investor terhadap kepemilikan saham oleh CEO? *Jurnal Online Insan Akuntan*, 4(1), 15–28. <https://ejournal-binainsani.ac.id/index.php/JOIA/article/view/1476>
- Firmansyah, A., & Purnama, E. B. D. (2020). Do derivatives instruments ownership decrease firm value in Indonesia? *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 5(1), 1–9. <https://doi.org/10.23917/reaksi.v5i1.9817>
- Firmansyah, A., Setiawan, T. A., & Fathurahman, F. (2020). Nilai perusahaan: kebijakan utang, good

- corporate governance, cash holding. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 20(2), 237. <https://doi.org/10.20961/jab.v20i2.568>
- Firmansyah, A., Utami, W., Umar, H., & Mulyani, S. D. (2020). The role of derivative instruments on risk relevance from emerging market non-financial companies. *Journal of Governance and Regulation*, 9(3), 45–63.
- Gaol, G. A. L., Firmansyah, A., & Irawati, A. D. (2021). Intellectual capital, corporate social responsibility, and firm value in Indonesia's banking industries. *Jurnal Riset Akuntansi Terpadu*, 14(1), 76–87. <https://doi.org/110.35448/jrat.v14i1.10229>
- Geno, M. R. P., & Firmansyah, A. (2022). Peran tata kelola perusahaan dalam respon investor atas penerapan nilai wajar properti investasi dan aset tetap di Indonesia. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 6(2), 1292–1303. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i2.671>
- Harningsih, Henri, A. & Angelina. (2019). Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan pengungkapan CSR dan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. *Journal of Multidisciplinary Research and Development*, 1(2), 199–209. <https://jurnal.ranahresearch.com/index.php/R2J/article/view/41>
- Haryanto, S., Rahadian, N., Mbapa, M. F. I., Rahayu, E. N., & Febriyanti, K. V. (2018). Kebijakan hutang, ukuran perusahaan dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan: industri perbankan di Indonesia. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 1(2), 62–70. <https://doi.org/10.26905/afr.v1i2.2279>
- Henrita, D. C., & Inggawati, K. (2021). Kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi. *Jurnal Penelitian Dan Pengembangan Sains Dan Humaniora*, 5(1), 64–72. <https://doi.org/10.23887/jppsh.v5i1.33433>
- Hernomo, M. C. (2017). Pengaruh profitabilitas, leverage, likuiditas, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Petra Business and Management Review*, 3(1), 1–11. <http://publication.petra.ac.id/index.php/breview/article/view/9177>
- Ihsani, M. A., Firmansyah, A., & Estutik, R. S. (2021). Market response to companies sustainability disclosure and environmental performance in Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi Dan Bisnis*, 8(2), 197–214. <https://doi.org/10.24815/jdab.v8i2.21630>
- Irawan, F., & Manurung, N. Y. (2020). Analisis economic value added (eva), financial value added (fva) dan market value added (mva) sebagai alat ukur kinerja keuangan. *Jurnal Pajak Dan Keuangan Negara*, 2(1), 31–45. <https://doi.org/10.31092/jpkn.v2i1.999>
- Irawan, F., & Turwanto, T. (2020). The effect of tax avoidance on firm value with tax risk as moderating variable. *Test Engineering and Management*, 83(March-April), 9696–9707. <https://www.testmagazine.biz/index.php/testmagazine/article/view/5365/4340>
- Jadi, P. H., Firmansyah, A., Wijaya, S., Irawan, F., Dinarjito, A., & Qadri, R. A. (2021). The role of corporate social responsibility disclosure in Indonesia: how do bonus, debt covenant, tax avoidance affect earnings quality? *Hong Kong Journal of Social Sciences*, 58, 285–300. <http://hkjoss.com/index.php/journal/article/view/477>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kasmir. (2014). *Analisis laporan keuangan* (Edisi Pert). PT. Raja Grafindo Persada.
- KNKG. (2021). *Pedoman umum governansi korporat Indonesia*. <https://knkg.or.id/wp->

content/uploads/2022/06/PUGKI-2021-LORES.pdf

- Kurniawan, T., Sofyani, H., & Rahmawati, E. (2018). Pengungkapan sustainability report dan nilai perusahaan: studi empiris di Indonesia dan Singapura. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 16(1), 1–20. <https://doi.org/10.30595/kompartemen.v16i1.2100>
- Kusna, I., & Setijani, E. (2018). Analisis pengaruh kinerja keuangan, growth opportunity, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 6(1), 93–102. <https://doi.org/10.26905/jmdk.v6i1.2155>
- Latifah, S. W., & Luhur, M. B. (2017). Pengaruh pengungkapan sustainability report terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai pemoderasi. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 17(1), 13–18. <https://doi.org/10.20961/jab.v17i1.219>
- Lestari, N., & Ningrum, S. A. (2018). Pengaruh manajemen laba dan tax avoidance terhadap nilai perusahaan dengan kualitas audit sebagai variabel moderasi. *Journal of Applied Accounting and Taxation*, 3(1), 99–109. <https://doi.org/10.5281/zenodo.1305187>
- Lisa, O. (2012). Asimetri informasi dan manajemen laba: suatu tinjauan dalam hubungan keagenan. *Jurnal WIGA*, 2(1), 42–49. <https://doi.org/10.30741/wiga.v2i1.60>
- Maith, H. A. (2013). Analisis laporan keuangan dalam mengukur kinerja keuangan pada PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 1(3), 619–628. <https://doi.org/10.35794/emba.v1i3.2130>
- Marwa, A., Isyuardhana, D., & Nurbaiti, A. (2017). Intangible asset, profitabilitas, dan sustainability report terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer (JRAK)*, 9(2), 80–88. <https://doi.org/10.23969/jrak.v9i2.582>
- Masruroh, A., & Makaryanawati, M. (2020). Pengaruh pengungkapan tanggung jawab sosial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di bursa efek. *Jurnal Akuntansi Aktual*, 7(1), 57–66. <https://doi.org/10.17977/um004v7i12020p67>
- Mladenoska, A. (2017). The impact of dividend policy on share price volatility in the macedonian stock market. *Journal of Contemporary Economic and Business Issues*, 4(2), 37–50. <https://www.econstor.eu/handle/10419/193477>
- Mudjijah, S., Khalid, Z., & Astuti, D. A. S. (2019). Pengaruh kinerja keuangan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi variabel ukuran perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1), 41–56. <https://journal.budiluhur.ac.id/index.php/akeu/article/view/839>
- Nainggolan, S. D. A., & Listiadi, A. (2014). Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 2(3), 868–879. <https://jurnalmahasiswa.unesa.ac.id/index.php/jim/article/view/10177>
- Nisasmara, P. W., & Musdholifah, M. (2016). Sash holding, good corporate governance and firm value. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 7(2), 117–128. <https://doi.org/10.15294/jdm.v7i2.8196>
- Nofrita, R. (2013). Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi*, 1(1), 1–23. <http://ejournal.unp.ac.id/students/index.php/akt/article/view/86>
- Novianti, T., & Firmansyah, A. (2020). The effect of tax risk, hedging, income smoothing, and cash flows volatility on firm value. *Test Engineering and Management*, 83(April), 9675–9686. <https://www.testmagzine.biz/index.php/testmagzine/article/view/5362>
- Nugraha, F., & Bahtiar, M. D. A. (2013). Pengaruh return on equity dan economic value added

- terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Islam*, 1(1), 29–51. <https://doi.org/10.35836/jakis.v1i1.56>
- Nuryono, M., Wijayanti, A., & Samrotun, Y. C. (2019). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit, serta kualitas audit pada nilai perusahaan. *Edunomika*, 03(01), 199–212. <https://doi.org/10.29040/jie.v3i01.457>
- Peranginangin, A. M. (2019). *The effect of profitabilty, debt policy and firm size on company value in consumer goods companies* (Proceedings International Scholars Conference, Vol. 7, Issue 1). <https://doi.org/10.35974/isc.v7i1.1587>
- Prapta, G. S., Hasibuang, H. F., & Firmansyah, A. (2022). Peran kebijakan utang dalam hubungan pengungkapan keberlanjutan dan nilai perusahaan. *Jurnal STEI Ekonomi*, 31(01), 65–75. <https://doi.org/10.36406/jemi.v31i01.607>
- Pratama, I. G. B. A., & Wiksuana, I. G. B. (2016). Pengaruh ukuran perusahaan dan leverage terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel mediasi. *E-Jurnal Manajemen*, 5(2), 1338–1367. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/17498>
- Prayoga, M. D. (2018). *Pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan dengan tax avoidance sebagai variabel mediating* [Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara]. <http://jurnal.umsu.ac.id/index.php/LIAB/article/view/2496/2603>
- Puspitadewi, C. I. I., & Rahyuda, H. (2016). Pengaruh der, roa, per dan eva terhadap return saham pada perusahaan food and beverage di BEI. *E-Jurnal Manajemen*, 5(3), 1429–1456. <https://ocs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/16228>
- Putra, A. N. D. A., & Lestari, P. V. (2016). Pengaruh kebijakan dividen, likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(7), 4044–4070.
- Putri, M. M., Firmansyah, A., & Labadia, D. (2020). Corporate social responsibility disclosure, good corporate governance, firm value: evidence from Indonesia's food and beverage companies. *The Accounting Journal of Binaniaga*, 5(2), 113. <https://doi.org/10.33062/ajb.v5i2.398>
- Rahardjo, B. T., & Murdani, R. (2016). Pengaruh kinerja keuangan dan pengungkapan corporate social responsibility terhadap nilai perusahaan (studi kasus pada perusahaan bumh yang terdaftar di BEI tahun 2010-2014). *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Krisnadwipayana*, 3(01), 1–9. <https://doi.org/10.35137/jabk.v3i01.54>
- Rahayu, N. M. P. S., & Dana, I. M. (2016). Pengaruh EVA, MVA dan likuiditas terhadap harga saham pada perusahaan food and beverages. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(1), 443–469. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/16096>
- Rudangga, I. G. N. G., & Sudiarta, G. M. (2016). Pengaruh ukuran perusahaan, leverage, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Manajemen*, 5(7), 569–576. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/21920>
- Salman, I., Firmansyah, A., & Widyaningrum, M. R. (2020). Peran leverage sebagai pemoderasi: revaluasi aset tetap, kebijakan dividen, nilai perusahaan. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 7(2), 171. <https://doi.org/10.25105/jmat.v7i2.7810>
- Sari, D. K., & Wahidahwati, W. (2021). Pengaruh pengungkapan sustainability report, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan leverage terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 10(4), 1–19. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/3870>
- Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory, seventh edition*. (7th ed.). Pearson Canada.

- Senata, M. (2016). Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang tercatat pada indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 6(1), 73–84. <https://doi.org/10.55601/jwem.v6i1.276>
- Sianturi, M. W. E. (2020). Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi di BEI. *EJournal Administrasi Bisnis*, 8(4), 280–289. <https://doi.org/10.54144/jadbis.v8i4.3799>
- Sobahi, I. N., Enas, E., & Herlina, E. (2019). Pengaruh economic value added dan market value added terhadap nilai perusahaan (suatu studi pada bank BCA yang terdaftar di BEI periode 2007-2017). *Business Management and Entrepreneurship Journal*, 1(2), 120–148. <https://jurnal.unigal.ac.id/index.php/bmej/article/view/2297>
- Soerzawa, D., Yusmaniarti, & Suhendra, C. (2018). Pengaruh penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan dengan leverage sebagai variabel moderasi. *Bilancia: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 2(4), 367–377. <https://www.ejournal.pelitaindonesia.ac.id/ojs32/index.php/BILANCIA/article/view/69>
- Suffah, R., & Riduwan, A. (2016). Pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(3), 1–17.
- Sugiono, J. (2020). Pengaruh manajemen laba, tax avoidance dan kualitas audit terhadap nilai perusahaan. *Inspirasi*, 17(2), 294–303. <https://jurnal.stkipgritlungagung.ac.id/index.php/inspirasi/article/view/1577>
- Suranto, V. A. H. M., Nangoi, G. B., & Walandoum, S. K. (2017). Analisis pengaruh struktur modal dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 5(2), 1031–1040. <https://doi.org/10.35794/emba.v5i2.16059>
- Suryahadi, A. (2021). *IHSG terus tertekan, berikut sentimen pemicunya*. <https://investasi.kontan.co.id/news/ihs-g-terus-tertekan-berikut-sentimen-pemicunya>
- Sutama, D. R., & Lisa, E. (2018). Pengaruh leverage dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan (studi pada perusahaan sektor manufaktur food and beverage yang terdaftar di bursa efek Indonesia). *Jurnal Sains Manajemen Dan Akuntansi*, 10(2), 65–85. <http://ojs.stan-im.ac.id/index.php/JSMA/article/view/26>
- Suwardika, I. N. A., & Mustanda, I. K. (2017). Pengaruh leverage, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan properti. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(3), 1248–1277. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/27276>
- Taner, G. B., & Nasikin, N. (2020). Pengaruh penerapan good corporate governance terhadap kinerja keuangan perusahaan (studi pada perusahaan subsektor transportasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2019). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 9(1), 1–23. <https://jimfeb.ub.ac.id/index.php/jimfeb/article/view/6999>
- Ticoalu, R., Januardi, J., Amrie Firmansyah, & Trisnawati, E. (2021). Nilai perusahaan, manajemen risiko, tata kelola perusahaan: peran moderasi ukuran perusahaan. *Studi Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 4(2), 89–103. <https://doi.org/10.21632/saki.4.2.89-103>
- Ulfa, R., & Asyik, N. F. (2018). Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan good corporate governance sebagai variabel moderasi. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 7(10), 1–21. <http://jurnal.mahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/1198>
- Wedayanthi, K. K., & Darmayanti, N. P. ayu. (2016). Pengaruh economic value added, komposisi

dewan komisaris independen dan return on assets terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(6), 3647–3676.  
<https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/18096>

Widhiarti, A., & Sapari, S. (2020). Pengaruh kinerja keuangan dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(2), 1–23. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2807>

Widodo, T. T., & Firmansyah, A. (2021). Does investors respond to tax avoidance and tax risk? *Bina Ekonomi*, 25(1), 23–40. <https://doi.org/10.26593/be.v25i1.5123.23-40>

Wongso, A. (2012). Pengaruh kebijakan dividen, struktur kepemilikan, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dalam perspektif teori agensi dan teori signaling. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen*, 1(5), 1–6. <http://journal.wima.ac.id/index.php/JUMMA/article/view/192>

Zuliarni, S. (2012). Pengaruh kinerja keuangan terhadap harga saham pada perusahaan mining and mining service di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Aplikasi Bisnis*, 3(1), 36–48. <https://doi.org/10.31258/jab.3.1.%25p>